

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtte majanduse instituut

Priit Putko

**PÕLLUMAJANDUSETTEVÕTTE VÄÄRTUSE
HINDAMINE KOHALA SF OÜ NÄITEL**

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud „ „ 2013. a

..... õppetooli juhataja

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	6
1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE OLEMUS JA PEAMISED HINDAMISMEETODID	10
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olulisus ning selle rakendusvaldkonnad.....	10
1.2. Peamised hindamismeetodid	12
1.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod	13
1.2.2. Väärtuskordajatel põhinevad meetodid	29
1.2.3. Varade väärtusel põhinevad meetodid	32
1.3. Ettevõtte väärtuse hindamismeetodite võrdlus ning sobiva meetodi valimine põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks	34
1.4. Põllumajandusettevõtete eripärad	43
2. PÕLLUMAJANDUSETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEKS SOBIVA MEETODI RAKENDAMINE	46
2.1. Ettevõtte tegevuskeskkonna ning Eesti põllumajandussektori analüüs	46
2.1.1. Eesti piimandussektori analüüs	48
2.2. Kohala SF OÜ tutvustus	58

2.2.1. Võimalikud probleemid empiirilise uuringu läbiviimisel	62
2.3. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete finantsanalüüs.....	64
2.3.1. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate suhtarvuanalüüsi tulemused ..	66
2.3.2. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete horisontaalanalüüsi tulemused	70
2.3.3. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete vertikaalanalüüsi tulemused	74
2.4. Kohala SF OÜ väärtuse hindamiseks vajalike sisendite määratlemine	77
2.5. Kohala SF OÜ prognoosiperioodi <i>pro forma</i> aruanded.....	82
2.6. Kohala SF OÜ rahavoogude prognoosimine	84
2.7. Kohala SF OÜ omakapitali väärtuse leidmine.....	87
2.8. Sensitiivsusanalüüsi tulemused.....	91
KOKKUVÕTE.....	97
KASUTATUD ALLIKAD.....	105
LISAD	110
Lisa 1. Lühendite loetelu.....	110
Lisa 2. Fernandez <i>et al.</i> (2011) tururiskipreemiate uuringu tulemused	112
Lisa 3. Eesti keskmine toorpiima kokkuostuhind 2008. a jaanuar-2012. a detsember .	113
Lisa 4. 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ bilansside vertikaalanalüüsi tulemused	114

Lisa 5. 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ kasumiaruannete vertikaalanalüüsi tulemused	116
Lisa 6. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ <i>pro forma</i> bilanss (eurodes).....	117
Lisa 7. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ <i>pro forma</i> kasumiaruanded erinevate tegevusvaldkonade kohta (eurodes)	118
Lisa 8. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ <i>pro forma</i> koondkasumiaruanne (eurodes)	120
Lisa 9. 6 kuu Euribori intressimäära prognoos 2013.-2020. aastate kohta iga aasta 31.12 kuupäeva seisuga.....	120
Lisa 10. Kohala SF OÜ laenukohustuste intressimäärad 2012.-2020. aastatel iga aasta 31.12 kuupäeva seisuga tegevusalade kaupa	121
SUMMARY	124

SISSEJUHATUS

Eesti põllumajandusvaldkonnas, ning eriti just piimatootmissektoris, on viimastel aastatel muutunud üha sagedasemaks antud valdkonna ettevõtete ning nende osaluste ostu- ja müügitehingud. Peamiselt ostavad põllumajandusettevõtteid välismaised era- ja institutsionaalsed investorid, kuid huvi on kasvamas ka Eesti investorite poolt. Magistritöö kirjutamise üheks ajendiks oligi soov leida, et millise metoodika põhjal oleks sobiv hinnata põllumajandusettevõtte väärtust.

Üks suurim institutsionaalne investor Eesti piimandussektoris investeerimisel on viimastel aastatel olnud Trigon Dairy Farming. Joakim Heleniuse, Trigon Dairy Farmingu nõukogu esimehe, eestvõtul investeerib Trigon Dairy Farming 20 miljonit eurot Eesti keskosasse rajatavasse Euroopa suurimasse piimafarmi (Reimer 2012). Selliste välismaiste investorite poolt Eesti piimandussektoris tehtavad investeeringud ning nende perspektiivikuse propageerimine, on eeldatavasti Eesti piimandussektoris toomas veelgi enam potentsiaalseid investoreid. Sellised investeeringud näitavad Eesti piimatootmisettevõtete potentsiaali ning siinse piimatootmise kõrget taset. Tulenevalt investorite suurenenud huvist Eesti põllumajandusettevõtete vastu on tekkinud vajadus sobiva metoodika leidmiseks põllumajandusettevõtte ning selle osaluse väärtuse hindamiseks.

Eesti piimanduse strateegia 2012-2020 on seadnud eesmärgiks suurendada Eesti piimatootmist 1/3 võrra aastaks 2020. Antud dokmendis tuuakse välja, et aastatel 2004-2011 vähenes Eestis piimakvoodi omanike arv 54,6%, mis näitab seda, et Eestis tegutsevate piimafarmide arvukus väheneb. See aga tähendab seda, et lähiaastatel koondub veelgi suurem osa Eesti piimatootmisest suurtesse piimatootmisfarmidesse (Eesti piimanduse ... 2012).

2010. aastal viidi Eesti Statistikaameti poolt läbi põllumajandusloendus ning sellest selgus, et Eestis oli 2010. aastal 19 600 põllumajanduslikku majapidamist, kellest 5% andis kolmveerandi kogu riigi põllumajandustoodangust. Ligi 900 suurmajapidamise valduses oli üle poole (55%) põllumajandusmaast ja 83% loomakasvatusest (Põllumajandusloenduse lõplikud ...). Eesti Statistikaameti poolt välja toodud põllumajandusloenduse tulemused kinnitavad veelkord seda, et Eesti põllumajandustootmine, sealhulgas eriti just loomakasvatus, on koondumas üha väiksema arvu põllumajandusettevõtete kätte.

Potentsiaalsed investorid soovivad esmalt saada hinnangut omandatava ettevõtte väärtuse kohta ning selle põhjal seejärel hinnata oma plaanitava investeeringu tasuvust. Sageli on investoritel valida mitme alternatiivse investeerimisvõimaluse vahel ning selleks, et neid investeeringuid omavahel saaks võrrelda, on vaja hinnata nende tasuvust. Pakkumaks põllumajandusettevõtte või nende osaluse väärtuse hindamisest huvitatutele soovitusi põllumajandusettevõtte või selle osaluse väärtuse hindamiseks, olekski vaja viia antud valdkonna kohta läbi rohkem erinevaid teadusuuringuid ja lõputöid.

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid jagunevad peamiselt 3 grupp: diskonteeritud rahavoogudel, väärtuskordajatel ja varadel põhinevad meetodid. Käesolevas magistritöös on uuritud neid kõiki ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid.

Põllumajandusettevõtte väärtuse hindamise kohta on olemas väga vähe erialast kirjandust ning varasemalt läbi viidud uuringuid. See muudab põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks sobiva metoodika valimise veelgi keerulisemaks. Põllumajandusvaldkonna ettevõtte väärtuse hindamise kohta koostas oma magistritöö 2011. aastal Tartu Ülikooli magistrant Siim Külasepp, kes hindas Grüne Fee Eesti AS ja Estonia OÜ väärtust kohandatud nüüdisväärtuse meetodil. Käesoleva magistritöö autor ei leidnud rohkem põllumajandusvaldkonna ettevõtte väärtuse hindamise kohta koostatud lõputöid.

Kuid igasuguse väärtuse hindamise juures tuleb kindlasti arvestada sellega, et tegemist on kõigest hinnanguga, mis kajastab hinnatava väärtust mingil konkreetsel ajahetkel. Massey (2012: 3) ütleb ettevõtte väärtuse hindamise kohta, et see on pooleldi kunst ja pooleldi teadus. Hinnangud on tihti ebatäpsed, hindamisel võivad esineda hindamisvead

ning hindamisprotsessi lisavad veelgi suuremat ebamäärasust ettevõtte poolt mittekontrollitavad sündmused. Põllumajandusvaldkonna spetsiifikast tulenevalt võivad nendeks olla näiteks Euroopa Liidu poolt makstavad põllumajandustoetuste suurused või põllumajandussaaduste ja ostetavate sisendite hindade suur volatiilsus.

Magistritöö eesmärk on traditsioonilise ettevõtte väärtuse hindamise meetodi kohandamine põllumajandusettevõtte eripäradega.

Selleks, et eesmärgini jõuda, on töö autor püstitanud järgmised ülesanded:

- selgitada välja, milleks ning millistel eesmärkidel kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamist;
- tutvustada ettevõtte väärtuse hindamise enimlevinud ja sagedamini kasutatavaid meetodeid;
- anda ülevaade põllumajandussektori ning –ettevõtete eripäradest;
- kirjeldada ettevõtte väärtuse hindamise protsessi ning välja tuua millistest etappidest see koosneb;
- luua metoodiline raamistik ettevõtte väärtuse hindamise läbiviimiseks Kohala SF OÜ näitel;
- teostada ettevõtte väärtuse hindamine Kohala SF OÜ näitel;
- koostada ettevõtte väärtuse hindamise kohta sensitiivsusanalüüs.

Magistritöö koosneb kahest peatükist, mis jagunevad omakorda erinevateks alapeatükkideks. Esimeses peatükis tuuakse välja ettevõtte väärtuse hindamise olemus, uuritakse ettevõtte väärtuse hindamise erinevaid enimlevinuid ja sagedamini kasutatud meetodeid ning nende rakendamisvõimalusi. Esimese peatüki lõpus võrreldakse erinevaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid, valitakse välja sobivaim meetod põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks ning antakse ülevaade põllumajandusvaldkonna ja -ettevõtete peamistest eripäradest.

Magistritöö teises peatükis analüüsitakse majanduskeskkonda, kus empiirilise uuringu käigus hinnatav ettevõtte tegutseb ning prognoositakse lähiaastate makromajanduslikke muutusi. Samas peatükis antakse ülevaade Eesti piimandussektoris viimastel aastatel toimunud muudatustest ning lähiaastate võimalikest arengusuundadest. Seejärel kirjeldatakse uuritava ettevõtte tegevust ning järgmise etapina viiakse läbi ettevõtte

väärtuse hindamine Kohala SF OÜ näitel. Peatüki lõpetuseks viiakse läbi sensitiivsusanalüüs, et välja selgitada peamiste sisendnäitajate mõju ettevõtte koguväärtusele.

Magistritöö koostamisel kasutati erinevaid eesti- ja ingliskeelseid allikaid, mille hulka kuulusid nii raamatud, artiklid kui ka erinevad teadusuuringud. Inglisekeelsetest kirjandusallikatest oli peamine Tim Koller *et al.* raamat „Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies“ ning eestikeelsetest allikatest „Ühinemised ja omandamised“ 2007. a ja 2011. a väljaanded.

Töö autor soovib tänada oma juhendajat dotsent Priit Sanderit kasulike nõuannete, soovitude ning konstruktiivse tagasiside eest.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE OLEMUS JA PEAMISED HINDAMISMEETODID

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olulisus ning selle rakendusvaldkonnad

Ettevõtte väärtuse hindamine väärrib tõsist tähelepanu, kuna see on paljude finantstegevuste alus. Äri hindamispõhimõtted on väärtusjuhtimise sildi all leidnud tee ka ettevõtete strateegiatesse ning seetõttu moodustab ettevõtte väärtuse hindamine silmapaistva osa tänapäevasest ärijuhtimisest. (Äripäeva ... 2003: ptk 11.2 lk 1)

Ettevõtted loovad väärtust läbi oma äritegevuse ning enamik juhte mõtleb, et äritegevuse suurepärase toimimine on tegur, mis aitab maksimeerida omanike rikkust. Kuid viimastel aastatel on muutunud üha sagedasemaks ühinemis- ja omandamistehingud, vähemusosaluste ostmised ning äritegevuse laiendamine, mis silmapilkselt kas suurendab või vähendab omanike rikkust. Mis eristab neid tegevusi ettevõtte igapäevasest äritegevusest, on see, et need otsused sõltuvad ettevõtte võimekusest hinnata täpselt nende tegevuste väärtust ning nende otsuste mõju ettevõtte väärtusele. Kehvasti läbi viidud ettevõtte väärtuse hindamise analüüsil baseeruvad otsused võivad endaga kaasa tuua märkimisväärse omanike rikkuse vähenemise ning suure osa eelmistel perioodidel teenitud kasumi kaotamise (Rappaport, Mauboussin 2002).

Ettevõtted loovad väärtust läbi investeerimistegevuse, mis aitab neil tulevikus genereeritavatelt rahavoogudelt teenida kaalutud keskmisest kapitali hinnast kõrgemat tootlust. Mida kiiremini ettevõtte suudab kasvada ning mida enam suudetakse teenitava

tootlusega ületada kapitali kaalutud keskmist hinda, kaasates samal ajal täiendavat kapitali, seda enam väärtust ettevõtte loob. Väärtuse konservatismi printsiip väidab seda, et iga tegevus, mis ei suurenda rahavoogusid või ei vähenda riske, ei loo täiendavat väärtust. See printsiip viitab sellele, et ettevõtte peamine ülesanne on genereerida rahavoogusid sellisel tootlustasemel, mis ületaks kaalutud keskmist kapitali hinda. Selle printsiibi jälgimine võimaldab juhtidel otsustada, et millised investeeringud loovad pikaajalises perspektiivis enim väärtust omanikele ning millised mitte. See printsiip aitab samuti investoritel hinnata alternatiivsete investeeringute potentsiaalset väärtust. Juhid ja investorid peavad õppima mõistma, kuidas mõjutavad ettevõtte väärtust ettevõtte rahavood ning tootlus investeeritud kapitalilt (Koller *et al.* 2010: 17).

Paljud ettevõtte omanikud arvavad, et nad teavad küllaltki täpselt oma ettevõtte väärtust ning kuigi see osadel juhtudel nii on, esineb samal ajal ka radikaalselt erinevaid hinnanguid. Üheks põhjuseks, miks omanikud ei pruugi hinnata ettevõtte väärtust õigesti, on nende emotsionaalne seotus ettevõttega, mille tõttu võidakse alahinnata riske ning ülehinnata ettevõtte võimet genereerida tulevasi rahavooge. Selleks, et vältida emotsionaalsusest tulenevaid vigu, tuleks hinnata ettevõtteid erinevatel väärtuse hindamise meetoditel oma valdkonna ekspertidel (Massey 2012: 1).

Väärtust hinnatakse enamikul juhtudest kindlal eesmärgil ning see on enamikul juhtudest seotud järgmiste tegevustega (Listra 2012, Massey 2012):

1. väärtuse hindamise eesmärgiks võib olla lepingute sõlmimine ettevõtte ja töötajate ja/või osanike-aktsionäride vahel ning varadega, sealhulgas ettevõtete ja nende väärtpaberitega ostu- või müügitehingute tegemine;
2. finantseerimisega seotud eesmärgiks võib olla laenu tagatise väärtuse määramine;
3. juriidiliste probleemide lahendamisel võib eesmärgiks olla näiteks vara jaotamine erinevate õigustatud subjektide vahel või kahju suuruse määramine;
4. raamatupidamisest tuleneb väärtuse hindamise vajadus, kui vara soetusmaksumuse asemel kasutatakse selle vara, näiteks väärtpaberite, õiglast väärtust;
5. maksustamisega seonduvalt vajatakse sageli alussuurst, millest lähtuvalt määrata mingi maksu suurust.

Lisaks sellele toob Massey (2012: 1) välja, et ettevõtte väärtuse hindamine ei aita määratleda omanikul mitte ainult ettevõtte väärtust, vaid aitab maksimeerida ka loodavat väärtust võimaliku müügi, ühinemise, omandamise või strateegilise partnerluse loomise korral. Samuti võimaldab ettevõtte väärtuse hindamine teada saada omanikul, kui palju tal oleks võimalik ettevõtte müügist tulu saada. See on oluline, kuna mitmed omanikud planeerivad pärast ettevõtte müüki pensionile jääda ning oma kulude finantseerimiseks kasutada ettevõtte müügist saadud tulu. Seega on ettevõtte väärtuse hindamisel ka finantsplaneerimise funktsioon, mille abil prognoosida näiteks omanike potentsiaalset finantsmajanduslikku olukorda pärast ettevõtte müüki.

Ettevõtte väärtuse hindamist pole vaja läbi viia mitte ainult võimalike ostu-või müügitehingute korral, vaid selleks võib tekkida vajadus ka mitmetes teistes olukordades. Väga oluline on nii ettevõtte omanike, juhtkonna kui ka mitmete teiste huvigruppide arusaamine ja teadmised tegevustest ja valdkondadest, mis suurendavad ettevõtte väärtust ning mis mitte. Oluline on just ettevõtte pikaajaline potentsiaal luua täiendavat väärtust ja maksimeerida omanikke rikkust.

1.2. Peamised hindamismeetodid

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid on võimalik jagada sisemisteks ja välisteks ning üheks sisemiseks meetodiks on näiteks diskonteeritud rahavoogude meetod. Osasid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid nimetatakse sisemisteks seetõttu, et nende läbi viimisel võetakse alusandmeteks ettevõtte sisemised näitajad ning finantsaruannetes kajastuvad majandustulemused. Väliste meetodite korral võrreldakse hinnatava ettevõtte majandusnäitajad analoogsete ettevõtete samade näitajatega ning selle kaudu leitakse hinnatava ettevõtte väärtus (Ühinemised ja ... 2007: 16).

Ettevõtte väärtuse hindamise põhilised meetodid on jaotatavad kolme gruppi (Listra 2012, Ettevõtte väärtuse ... b 2009):

- Diskonteeritud rahavoogude meetodid, mille puhul on oluline tulevaste tulude genereerimine ja riskid ning mis sobivad mitmesuguste lepingute, väärtpaperite ja ettevõtete hindamiseks. Peamiseks meetodiks siin grupis on diskonteeritud vaba rahavoo meetod.

- Varadel põhinevad meetodid, mis sobivad raamatupidamis-, asendamis- ja likvideerimisväärtuse ning spetsiifilise kasutusega objektide ning immateriaalsete varade hindamiseks.
- Väärtuskordajatel põhinevad meetodid, mille korral väärtust hinnatakse analoogsete objektidega tehtud turutehingutele tuginedes ning mis sobivad hästi kinnisvara, üldkasutatavate masinate, seadmete ja sõidukite, aga ka väärtpaberite hindamiseks.

1.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod on kujunenud ettevõtete hindamisel rahvusvaheliseks standardiks. (Ühinemised ja ... 2011: 130) Selle meetodi puhul diskonteeritakse ettevõtte tulevased rahavood ja teatud perioodi järgne lõppväärtus tänasesse päeva, kasutades diskontomäärana ettevõtte tegevuse finantseerimiseks eeldatavalt kohandatavat tulumäära. Diskonteeritud rahavoogude analüüs on kujunenud äriühingute hindamise keskseks meetodiks. Võiks isegi öelda, et enamikul juhtudel teisi meetodeid võib kasutada, kuid diskonteeritud rahavoogude meetodit peab kasutama (Ühinemised ja ... 2007: 17).

Association for Financial Professionals viis Ameerikas läbi oma liikmete seas uuringu, mille tulemusena selgus, et üle 80% 300 vastajast ning kellest 90% esindasid ettevõtteid üle 1 miljardi dollari suuruse müügituluga, kasutavad rahavoogudel põhinevat meetodit väärtuse hindamisel. Ning leidmaks omakapitali kulukuse määra, kasutavad 90% vastanutest CAPM mudelit. Samas uuringus küsitleti vastajatelt ka hinnatavate projektide prognoosiperioodi pikkuse kohta ning 46% vastanutest teeb detailsed prognoosid 5 aastaks, 34% 10 aastaks ning ülejäänud valivad teistsuguse ajahorisondi (Jacobs, Shivdasani 2012).

Eesti Riigikohus on tunnustanud diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaldatavust ja seda just omandamise tehingu kontekstis. Kohtuasjas OÜ Amaterasu OÜ vs AS NG Investeeringud vahel leidis Riigikohus, et diskonteeritud rahavoogude meetod on sobiv aktsiate väärtuse leidmiseks. Ehkki lahendus tehti vähemusaktsionäride aktsiate sundlusliku väljaostmise regulatsiooni taustal, on lahendil tähendus ka terve hulga

ühinemis- ja omandamistehingute ning muude tehingute kontekstis, kus tuleb hinnata äriühingu või aktsiate väärtust, selle vähenemist või suurenemist (Riigikohtu tsiviilkolleegiumi ...).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaselt on ettevõtte väärtus tema poolt tulevikus finantseerijatele (sh omanikele) teenitud rahavoo nüüdisväärtus. Rahavoo nüüdisväärtuse leidmiseks diskonteeritakse ettevõtte poolt tulevikus loodavaid rahavooge finantseerijate poolt nõutava tulunormiga. Diskonteerimine põhineb käsitlusel, mille kohaselt on täna teenitud üks euro väärtuslikum kui aasta pärast teenitav euro (Ühinemised ja ... 2011: 130).

Nüüdisväärtus arvutatakse lähtuvalt valemist 1.1 (Ühinemised ja ... 2011: 130):

$$(1.1) Nüüdisväärtus = \frac{C}{(1+r)^t},$$

kus C – rahavoog aastal t,

r – intressimäär (tulunorm),

t – aasta.

Ettevõtte väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil võib jagada neljaks üksteisele järgnevaks etapiks (Ühinemised ja ... 2011: 130-131):

1. ettevõtte analüüs,
2. rahavoogude prognoosimine,
3. kapitali hinna määramine arvestades ettevõtte riskitaset,
4. prognoositud rahavoogude diskonteerimine hindamishetke.

Tim Koller *et al* (2010: 190-191) jagavad prognoosiprotsessi aga veelgi detailsemalt etappidesse ning soovivad ettevõtte väärtuse hindamise protsessis läbida erinevad etapid järgmises järjekorras:

1. Valmistada ette ning analüüsida ettevõtte ajaloolisi finantsnäitajaid. Enne tuleviku finantsnäitajate prognoosimist tuleks kõigepealt analüüsida ettevõtte mineviku finantsnäitajaid.
2. Koostada müügitulu prognoos. Paljud kasumiaruande kirjed on seotud müügituluga. Prognoosid peaksid olema kindlasti vastavuses üldiste majanduskasvu näitajatega.

3. Koostada kasumiaruande prognoos. Kasutada tuleks sobivaid majandusnäitajaid, et prognoosida ärikulusid, amortisatsiooni, intressituluseid ja -kulusid ning maksukulusid.
4. Koostada bilansi prognoos, põhivarainvesteeringute eelarve ning vajadusel eraldada mitteäritegevusega seotud varad. Lisaks tuleb bilansis prognoosida puhaskäibekapitali ja materiaalse põhivara muutused.
5. Koostada bilansi prognoos omakapitali muutuste kohta. Lõpetada tuleks bilansi prognoosimine arvutades välja jaotamata kasumi suuruse ja prognoosides teisi omakapitali kirjete muutusi. Tuleks kasutada üleliigset rahavaru ja/või lühiajalist laenu, et tasakaalustada bilansi aktiva ning passiva pooled.
6. Kalkuleerida ROIC ja FCFF. Tuleks välja arvutada ROIC, et kindlustada see, et prognoosid on kooskõlas majanduspõhimõtetega, tööstusharu dünaamikaga ning ettevõtte konkurentsivõimega. Prognoosiprotsessi lõpetuseks tuleks välja arvutada ettevõtte suunatud vaba rahavoog, mis on ettevõtte väärtuse hindamisel oluliseks lähteandmeks.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamine eeldab hinnatava ettevõtte väga head tundmist, seetõttu on esimeseks sammuks ettevõtte põhjalik analüüs. See hõlmab nii strateegilist analüüsi kui ka finantsanalüüsi. Strateegilise analüüsi käigus teeb hindaja endale selgeks ettevõtte ärimudeli ja –strateegia, analüüsib ettevõtte turgu, konkurentsiolukorda, kasvuväljavaateid, tugevusi ja nõrkusi ning paljusid teisi ettevõtte käekäiku mõjutavaid tegureid (Ühinemised ja ... 2011:131). Samaaegselt strateegilise analüüsiga viiakse läbi ettevõtte finantsanalüüs, mille eesmärk on hinnata ettevõtte tegevustulemuste dünaamikat, kulude struktuuri, kasumimarginaale, investeeringute vajadust, finantseerimisvõimalusi ning mitmeid teisi ettevõtte finantsnäitajaid (Ühinemised ja ... 2011: 131).

Dellinger (Dellinger 2010) soovib kindlasti enne ettevõtte väärtuse hindamist kriitiliselt hinnata ettevõtte finantsaruandeid ning leida sealt võimalikke manipulatsioone, mis võiksid mõjutada hinnatava ettevõtte väärtust. Peamised manipulatsioonid kasumiaruandes on näiteks palgakulu suuremana või väiksemana kajastamine ja muudatused ettevõtte poolt kasutatavates amortisatsiooninormides.

Kui juhid, analüütikud ja investorid hindavad ettevõtte võimet luua väärtust, siis sageli nad vaatavad mööda fundamentaalsest väärtusloome printsiibist. Nimelt oleneb ettevõtte väärtus tema investeeritud kapitali tootlusest (ROIC) ning müügitulu kasvust. Mida kõrgemat tootlust ettevõtte suudab investeeritud kapitalilt teenida ning mida kauem ta suudab seda hoida kõrgemal kui kaalutud keskmine kapitali hind, seda rohkem väärtust ettevõtte loob (Koller *et al* 2010: 59). ROIC on kasumlikkust iseloomustav suhtarv, mis annab meile informatsiooni selle kohta, kui hästi suudab ettevõtte investeeritud kapitali muuta kasumiks (Return on ...). Kindlasti tuleks ka antud magistritöö empiirilises osas leida finantsanalüüsi käigus ettevõtte möödunud perioodide ROIC ja müügitulu muutuse näitajad. ROIC arvutamise valem on esitatud valemis number 1.2:

$$(1.2) ROIC = \frac{\text{ärikasum}}{\text{võlakohustused} + \text{omakapital}}.$$

Pärast seniseks läbi viidud ettevõtte analüüsi saab asuda ettevõtte tuleviku rahavooge prognoosima. Kuna ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil eeldatakse, et hinnatav ettevõtte tegutseb igavesti, peaks ka ettevõtte rahavooge prognoosima kuni aegade lõpuni. Praktikas oleks see aga teostamatu, sest väga kauget tulevikku ei ole võimalik piisavalt täpselt ennustada. Seetõttu jagatakse prognoositavad rahavood kaheks – prognoosiperioodi rahavooks ning lõppväärtuseks (Ühinemised ja ... 2011: 132). Diskonteeritud rahavoogude meetodi alusandmeteks, mis tuleb äriühingu aruannetest ja prognoosidest välja lugeda, on vaba rahavoog ja äriühingu lõppväärtus. (Ühinemised ja ... 2007: 18) Rahavoo prognoosimist alustatakse prognoosiperioodi rahavoo prognoosimisest, mis hõlmab äritegevuse rahavoogu, investeeringuid ja käibekapitali vajadust eraldi prognoosides (Ühinemised ja ... 2011: 135).

Paljud ettevõtted omavad varasid, millel on väärtus, kuid millelt tekkivad rahavood ei kajastu raamatupidamise rahavoos ega ärikasumis. Selle tulemusena ei ole nendelt varadelt genereeritav rahavoog osa ettevõttele suunatud rahavoo prognoosist ning seetõttu tuleks neid hinnata eraldi (Koller *et al.* 2010: 115). Kuigi sellised äritegevusega mitteseotud varad ei kajastu äritegevuse rahavoos, on neil ikkagi väärtus omanike jaoks. Seetõttu tuleb hinnata iga äritegevusega mitteseotud vara turuväärtust eraldi ning lisada saadud tulemused diskonteeritud rahavoogude prognoosi selleks, et leida kogu ettevõtte väärtus (Koller *et al.* 2010: 275).

Koller *et al.* (2010: 275-281) toovad välja, millised on peamised äritegevusega mitteseotud varad ning nendele soovitatakse tähelapanu pöörata ettevõtte finantsaruandeid analüüsides:

- Üleliigne rahavaru ning likviidsed väärtpaberid – äritegevusega mitteseotud varade hulka loetakse likviidseid väärtpabereid, mida saab konverteerida rahaks lühikese aja jooksul ja madalate kuludega ning üleliigne rahavaru.
- Mittekonsolideeritud sidusettevõtted ning omakapitali investeeringud ettevõtetesse, kus ettevõtte omab vähemusosalust.
- Väljastatud laenud sidusettevõtetele või teistele ettevõtetele tuleks kajastada raamatupidamisväärtuses.
- Lõpetatud äritegevused, mis on kas suletud või maha müüdud. Tulemus lõpetatud äritegevusest kajastatakse kasumiaruandes ning netovarade muutus avaldatakse bilansis.
- Üleliigne kinnisvara ning müügiotel põhivara on varad, mida ettevõtte enam ei vaja ettevõtte äritegevuseks.

Äritegevuse rahavoo prognoosimiseks koostatakse valitud perioodi iga aasta kohta *pro forma* kasumiaruanne. Prognooside tegemisel on abiks nii ettevõtte analüüsi käigus omandatud teave ettevõtte kohta kui ka ettevõtte varasemad finantsaruanded. Pärast äritegevuse rahavoogu prognoositakse samamoodi aastate lõikes planeeritavad põhivarainvesteeringud ja käibekapitali vajadus (Ühinemised ja ... 2011: 136). Pärast eelpool toodud kolme prognoosi valmimist valmib ettevõtte rahavoogude prognoos. (Ühinemised ja ... 2011: 136)

Levinuimad vead, mida rahavooge prognoosides tehakse on järgmised (Ühinemised ja ... 2011: 137):

- kasvutempo ülehindamine,
- investeeringute vajaduse alahindamine,
- üldkulude alahindamine,
- mastaabisäästu ülehindamine,
- ainult ühe stsenaariumi prognoosimine.

Ettevõtte väärtust saab diskonteeritud rahavoogude meetodil hinnata mitme erineva meetodi järgi leitud rahavoo abil ning levinumad neist on vaba rahavoog ettevõttesse (FCFF) ja vaba rahavoog omanikele (FCFE). (Ühinemised ja ... 2011: 133) Vaba rahavoog ettevõttesse puhul on tegemist sisuliselt rahavooga, mida ettevõtte saab kasutada oma finantseerijatele (omanikele ja võlausaldajatele) tasumiseks kas dividendide, laenude tagasimaksete või intressimaksete näol (Ühinemised ja ... 2011: 133).

Vaba rahavoog ettevõttesse leitakse vastavalt valemile number 1.3 (Ühinemised ja ... 2011: 133):

$$(1.3) FCFF = \text{ärikasum} + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali} - \text{maksud}.$$

Selle valemi järgi defineeritakse vaba rahavoog ettevõttesse kui ärikasumi ja amortisatsiooni summa. Amortisatsiooni näol on tegemist arvestusliku kuluga, mis ettevõtte rahavoogu ei mõjuta, kuid mis ärikasumi arvutamisel on ettevõtte tuludest juba lahutatud. (Ühinemised ja ... 2011: 133-134) Selliselt arvutatud rahavoog võetakse arvesse, sest see toetab nii võõr- kui ka omakapitali teenindamist. Amortisatsioon lisatakse, sest see ei ole tegelik väljuv rahavoog, vaid arvestuslik sisemise reservi loomine. Investeeringud põhivarasse ja puhaskäibekapitali lahutatakse, sest erinevalt amortisatsioonist on tegu tegeliku väljuva rahavooga. Oluline on teadvustada, et tegemist on prognoosiga, mis oleneb ettevõtte tulevikunägemusest (Ühinemised ja ... 2007: 18).

Investeeringud põhivarasse hõlmavad perioodi jooksul põhivara soetamiseks või parendamiseks tehtud investeeringuid, millest on lahutatud vaadeldava perioodi jooksul põhivara müügist teenitud summad. Investeering puhaskäibekapitali on puhaskäibekapitali aastane suurenemine. Selle lahutamine äritegevuse rahavoost on tingitud asjaolust, et tegemist on osaga äritegevuse käigus tekkivast rahavoost, mis on kinni laovarude või klientide tasumata arvete all ning seda ei ole võimalik finantseerijatele tasumiseks kasutada. Rahavoo prognoosimisel kasutatakse puhaskäibekapitali mõistet, sest ettevõtte enda äritegevusega seotud kohustused tarnijate ja töötajate ees võimaldavad käibekapitali mingis osas finantseerida, vähendades nii täiendava investeeringu vajadust (Ühinemised ja ... 2011: 134).

Äritegevuseks vajaliku puhaskäibekapitali arvutamiseks kasutatakse valemit number 1.4 (Ühinemised ja ... 2011: 134):

(1.4)*Äritegevuseks vajalik puhaskäibekapital =
äritegevuseks vajalik käibevara –
lühiajalised kohustused (v.a. lühiajalised laenud).*

Vaba rahavoog omanikele on sarnane vaba rahavooga ettevõttesse, kuid erinevalt viimasest, mis on suunatud kõigile finantseerijatele, kirjeldab esimene vaid ettevõtte omanikele suunatud rahavoogu. See tähendab, et omanike rahavoo puhul on äritegevuse rahavoost lisaks investeeringutele põhivarasse ja käibekapitali maha arvatud ka laenude teenindamiseks mõeldud summad (nii intresside kui põhiosa tagasimaksed) ning juurde on lisatud perioodi jooksul võetud uued laenud. Selle tulemusel saadakse rahavoog, mida ettevõtte võiks soovi korral omanikele dividendidena välja maksta (Ühinemised ja ... 2011: 134).

Vaba rahavoog omanikele leitakse tulenevalt valemist number 1.5 (Ühinemised ja ... 2011: 134):

(1.5)*FCFE = ärikasum + amortisatsioon – investeeringud põhivarasse –
investeeringud puhaskäibekapitali – maksud – intressid –
laenude põhiosa tagasimaksed + uued laenud.*

Ettevõtte väärtuse leidmisel kasutatakse praktikas enam vaba rahavoogu ettevõttesse. Selle meetodi suurema populaarsuse tingib asjaolu, et FCFE arvutamisel on vajalike laenude tagasimakseid võrreldes rahavoo teiste komponentidega keerulisem prognoosida ning lisaks on FCFE ajas muutlikum ning sageli negatiivne (Ühinemised ja ... 2011: 135).

Väga oluline on diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul ka periood, mille kohta detailsed prognoosid koostatakse. Valitakse tavaliselt kas viie-, seitsme- või kümneaastane periood. Perioodi pikkus oleneb usaldatavate prognooside tegemise võimalikkusest antud tegevusalal ja antud ettevõtte suhtes. Perioodi täpse pikkuse määravad mitmed tegurid alates ettevõtte elutsükli faasist, kasvutempost kuni kapitali hinnani (kõrge kapitali hinna korral muutuvad diskonteerimisel kaugemal tulevikus tekkivad rahavood kiiremini väärtusetuks. Kõige olulisem on prognoosiperioodi pikkuse

määramisel jälgida, et ettevõtte oleks hiljemalt selle lõpuks jõudnud stabiilse kasvu faasi, kus tegevustulemused enam oluliselt ei varieeruks (Ühinemised ja ... 2011: 132). Prognoosiperiood peaks olema piisavalt pikk, et selle lõpuks on ettevõtte kasvumäär võrdne või väiksem majanduskasvuga võrreldes. (Koller *et al* 2010: 188)

Lõppväärtus on detailsele prognoosiperioodile järgneva perioodi rahavoo nüüdisväärtus. Lõppväärtuse leidmisel võetakse aluseks detailse prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog ning eeldatakse, et see kasvab kindla tempoga kuni lõpmatuseni (nn perpetuiteet) (Ühinemised ja ... 2011: 132). Lõppväärtuse leidmiseks on vajalik prognoosida ka kasvumäära pärast detailse prognoosiperioodi lõppu ning kasvumäär on kogu perioodile ühine. Kasvumäära leidmiseks on mitmeid meetodeid: tugineda võib ettevõtte enda ajaloolisele kasvumäärale, ekspertarvamusele või valemile number 1.6:

$$(1.6)g = ROE * b,$$

kus g – rahavoo keskmine aastane kasvutempo pärast prognoosiperioodi,

ROE – ettevõtte omakapitali tootlus,

b – kasumi investeerimismäär ($1 - \frac{\text{dividendid}}{\text{puhaskasum}}$) (Ühinemised ja ... 2011: 138-139).

Omakapitali tootlus näitab seda, et millist tootlust teenivad investorid endapoolt ettevõttesse tehtud investeeringult. Ettevõtte omakapitali tootlus arvutatakse lähtuvalt valemist number 1.7 (Bragg 2005: 107):

$$(1.7)\text{Omakapitali tootlus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{omakapitali kogusumma}}.$$

Lõppväärtuse arvutamisel kasutatav nominaalne kasvumäär on tavaliselt kuni kuus protsenti. Sellest kõrgema kasvumäära puhul võib tekkida olukord, kus ettevõtte kasvab kiiremini kui majandus tervikuna ning lõpmatult pika perioodi jooksul muutub seetõttu mingil hetkel suuremaks kui kogu majandus. Lõppväärtuse kolmas sisend, milleks on kapitali hind, on sama, mis prognoosiperioodi viimase aasta kaalutud keskmine kapitali hind (Ühinemised ja ... 2011: 139).

Lõppväärtuse leidmiseks võetakse arvesse rahavoo prognoose pärast esialgse vaba rahavoo perioodi lõppu kuni lõpmatuseni. Selge on see, et lõppväärtuse leidmisel tuleb olla veelgi konservatiivsem kui esialgse perioodi rahavoogude prognoosimisel. Mida

kaugem tulevik, seda ettearvamatum see on ja seda rohkem riske on mängus (Ühinemised ja ... 2007: 18). Lõppväärtuse leidmine kasvava perpetuiteedi meetodil on esitatud valemina number 1.8 (Ühinemised ja ... 2011: 133):

$$(1.8) \text{Lõppväärtus} = C_n \times \frac{(1+g)}{(k-g)},$$

kus C_n – prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog,

g – rahavoo keskmine aastane kasvutempo pärast prognoosiperioodi lõppu,

k – kapitali hind (diskontomäär).

Selle valemi abil leitakse prognoosiperioodi lõppväärtus prognoosiperioodi viimase aasta nüüdisväärtuses, kuid saadud tulemus tuleb täiendavalt tänasesse päeva diskonteerida, kasutades valemit number 1.9 (Ühinemised ja ... 2011: 138):

$$(1.9) \text{Lõppväärtuse nüüdisväärtus} = \frac{C_n \times \frac{(1+g)}{(k-g)}}{(1+k)^n},$$

kus C_n – prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog,

g – rahavoo keskmine aastane kasvutempo pärast prognoosiperioodi lõppu,

k – kapitali hind (diskontomäär) ja

n – prognoosiperioodi pikkus.

Lõppväärtuse leidmiseks on võimalik kasutada ka muid meetodeid. Üheks võimaluseks lõppväärtuse leidmisel on kasutada näiteks müügi meetodit, milles oletatakse ettevõtte müüki pärast detailse prognoosiperioodi lõppu ja arvutatakse lõppväärtus võrreldavate tehingute meetodi alusel. Samuti on võimalik kasutada lõppväärtuse leidmiseks likvideerimisväärtuse meetodit ehk oletada ettevõtte likvideerimist vahetult pärast esialgse vaba rahavoo prognoosiperioodi lõppu. Kahte viimatinimetatud meetodit kasutatakse harvem. Likvideerimismeetodit kasutatakse sageli ühel seadmel põhineva ettevõtte lõppväärtuse leidmiseks. Siis võetakse rahavoo perioodiks seadme eeldatav eluiga ning lõppväärtuseks seadme müügihind vanarauaks (Ühinemised ja ... 2007: 19).

Ettevõtte väärtuse leidmiseks liidetakse diskonteeritud lõppväärtus prognoosiperioodi rahavoo nüüdisväärtuse summale. (Ühinemised ja ... 2011: 132) Ettevõtte väärtus arvutatakse lähtuvalt valemist number 1.10 (Ühinemised ja ... 2011: 133):

$$(1.10) \text{Ettevõtte väärtus} = \frac{C_1}{(1+k)^1} + \dots + \frac{C_n}{(1+k)^n} + \frac{C_n * \frac{(1+g)}{(k-g)}}{(1+k)^n},$$

kus C_n – prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog,

g – rahavoo keskmine aastane kasvutempo pärast prognoosiperioodi lõppu,

k – kapitali hind (diskontomäär).

Kui vaba rahavoog ja äriühingu lõppväärtus leitakse äriühingu seest, siis diskonteerimisel kasutatav diskontomäär leitakse lisaks välist informatsiooni kasutades. Diskontomäära eesmärk on kajastada äriühingu tegelikku kapitalikulu. Seega võetakse arvesse nii omakapitali tootluse ootus kui ka võõrkapitali hind. Saadud tulemust nimetatakse kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks. Tulemus on see, et kõrgema riskisusega tegevusaladel, kõrgema riskisusega geograafilistes piirkondades ja kõrgema riskisusega äriühingute puhul on diskontomäär kõrgem ehk nende tulevase rahavooge peetakse ebatõenäolisemaks ning neid arvestatakse hindamise ajal seetõttu väiksemat väärtust omavatena (Ühinemused ja ... 2007: 19).

Ettevõtte väärtuse leidmisel tuleb arvesse võtta kindlasti ka seda, et rahavoog ettevõttesse ning rahavoog omanikele puhul on tegemist erinevate rahavoogudega. Seetõttu tuleb neid diskonteerida ka erinevate diskontomääradega. FCFF kui ettevõtte kõigile rahastajatele suunatud rahavoo diskonteerimisel kasutatakse kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC-i), FCFE diskonteerimiseks aga vaid omakapitali hinda (Ühinemised ja ... 2011: 135).

Selleks aga, et leida ettevõtte omakapitali väärtus tuleb leida esmalt ettevõtte väärtus ning sellest lahutada intressikandev võõrkapital. Kuna laenukapitali raamatupidamis- ja turuväärtus on tavaliselt suhteliselt lähedased, siis üldjuhul kasutatakse võõrkapitali väärtuse hindamiseks selle bilansilist väärtust (Äripäeva ... 2003: ptk 11.2 lk 2).

Omakapitali väärtus leitakse lähtuvalt valemist number 1.11 (Äripäeva ... 2003: ptk 11.2 lk 2):

$$(1.11) \text{Omakapitali väärtus} = \text{ettevõtte väärtus} - \text{võõrkapitali väärtus}.$$

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kasutatakse just kapitali hinda rahavoo diskonteerimisel ning nüüdisväärtuse leidmisel. (Ühinemised ja ... 2011: 139) Investor

soovib tavaliselt kompensatsiooni nii tarbimise edasilükkamise kui ka võetud riski eest. Lisaks peab kompensatsioon olema piisav, et katta rahapaigutusega seotud kulutused, raha ostujõu vähenemine investeerimisaja jooksul ning maksud (Äripäeva ... 2003: 7.2 lk 1).

Kuigi kapitali kaalutud keskmise hinna kasutamine on suhteliselt lihtsalt rakendatav ja selge, on ka sellel meetodil omad puudused. Kui diskonteerida kõik tulevased rahavood konstantse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, siis lihtsuse huvides tuleb arvestada sellega, et ettevõtte hoiab oma kapitalisutruktuuri stabiilsena. Kuid kui ettevõtte planeerib muuta võõr- ja omakapitali vahekorda, tuleks kindlasti seda arvesse võtta kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamisel (Koller, T. *et al* 2010: 114).

Kaalutud keskmine kapitali hind leitakse valemi number 1.12 abil (Ühinemised ja ... 2011: 140):

$$(1.12) WACC = (W_D * K_D) + (W_E * K_E),$$

kus W_D – laenukapitali osakaal kapitali struktuuris,

W_E – omakapitali osakaal kapitali struktuuris,

K_D – laenukapitali hind,

K_E – omakapitali hind.

Kui ettevõtte kasutab laene ja on laenu võtnud suhteliselt hiljuti, saab võlausaldajate nõutava tulunormi hindamisel lähtuda ka tegelikust aastasest laenintressimäärast. Selline lähenemine aga pole teoreetiliselt korrektne, kui intressimäärade üldine tase ja/või ettevõtte riskitase, on oluliselt muutunud, võrreldes fikseeritud intressimääraga laenu võtmise hetkega. Ujuva intressimääraga laenude korral tekib võlausaldajate nõutava tulunormi hindamisel raskusi üksnes juhul, kui ettevõtte riskitase on oluliselt muutunud laenu võtmise hetkega võrreldes (Äripäeva ... 2003: 7.2 lk 3).

Kõige laialdlasemalt kasutatakse omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit. (Koller *et al* 2010: 238) Omakapitali hinna arvutamisel kasutatav CAPM mudel on esitatud valemina number 1.13 (Ühinemised ja ... 2011: 141):

$$(1.13) K_E = R_F + \beta * (R_M - R_F),$$

kus K_E – omakapitali hind,

R_F – riskivaba tulumäär,
 R_M – aktsiaturgude oodatav tootlus,
 β – beeta ehk aktsia süstemaatiline riskitase.

CAPM mudeli kohaselt peab projekti kapitali kulukuse määr olema madalam, kui see projekt pakub paremat diversifitseerimise võimalust. Sellist diversifitseerimist mõõdab beetakordaja. Kõrgema riskiga projektid nõuavad kõrgemat oodatavat tulusust ning madalama riskiga projektid madalamat tulususe määra. Sellist omavahelist tulususe ja riski vahelist suhet ka CAPM mudel esindab (Welch 2006: 317).

Omakapitali kulu määravad ära kolm järgmist faktorit: riskivaba tulunorm, tururiskipreemia ning riskide kohandamiseks beetakordaja, mis iseloomustab ettevõtte suhtelist riski keskmise ettevõtte suhtes. Tururiskipreemia on küllaltki sarnane kõigi ettevõtete jaoks. Ainult beetakordaja varieerub ettevõtete kaupa.

Riskivaba intressina käsitletakse teoreetiliselt riskivaba investeeringu intressi, milleks on näiteks suurriikide pika tähtajaga võlakirjade intressimäärad. (Ühinemised ja ... 2007: 20) Lihtsuse huvides tuleks valida riskivaba intressina mõne suurriigi nullkupong võlakirja tulusus, mille aegumistähtaeg ühtiks prognoosiperioodi pikkusega. Kui hinnata Euroopa ettevõtet, soovitatakse kasutada Saksamaa eurovõlakirju, kuna Saksamaa võlakirjad on suurema likviidsuse ja madalama krediidiriskiga. Alati tuleks kasutada valitsuse võlakirjade tulusust, mis on esitatud samas valuutas, milles on prognoositud ka ettevõtte rahavood (Koller *et al* 2010: 241).

Tururiskipreemia suurus sõltub nii investorite suhtumisest riski kui ka võetava riski objektiivsest suurusest. Riski suurus sõltub kapitali liigist, ettevõtet iseloomustavatest näitajatest, tagatise olemasolust ja liigist ning sellest, kui pikaks ajaks kapital ettevõtte kätte usaldatakse (Äripäeva ... 2003: 7.2 lk 1).

Aktsiaturgude oodatav tootlus leitakse tavaliselt ekspertarvamuse või ajaloolise tootluse põhjal. Ehkki viimase puhul peaks teoorias kasutama kohaliku väärtpaberituru tootlust, kasutatakse praktikas enamasti mõne arenenud turu aktsiaindeksi tootlust, millele lisatakse täiendav riskipreemia (Ühinemised ja ... 2011: 142). Noteerimata ettevõtete süstemaatilise riski leidmiseks on erinevaid meetodeid. Üks lihtsamaid neist on

võrdlusmeetod, mille puhul noteerimata ettevõtte beetakordaja hinnanguna kasutatakse samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtete keskmist beetakordajat (Äripäeva ... 2009: ptk 7.2 lk 10).

Kõige raskemini hinnatav sisend CAPM mudelis ongi tururiskipreemia. See peaks mõõtma seda oodatava tulususe suurst, mida investorid ootavad lisaks võrreldes riskivabade projektidega. Tururiskipreemia suurusel on väga suur mõju prognoositavale kapitali kulukuse määrale (Welch 2006: 317). Tururiskipreemia suuruse leidmine on üks enam arutelu pakkunud probleeme rahanduses ka Koller *et al.* seisukohast. Nad toovad oma raamatus välja, et ükski tururiskipreemia hindamise mudel pole leidnud üldist tunnustust ning seeõttu on selle leidmiseks võimalikud järgmised võimalused (Koller *et al* 2010: 242):

1. Hinnata tuleviku tururiskipreemiat mõõtes ning üldistades ajaloolisi tootlusi.
2. Kasutada regressioonianalüüsi, mis on seotud praeguste turgu iseloomustavate muutujatega.
3. Kasutada diskonteeritud rahavoogude lähenemist, mille korral hinnata investeringute tulusust ja kasvu ning vastandada seda turu kapitalihinnaga.

Welch (2006: 317-318) toob oma raamatus välja ühe võimalusena leidmaks tururiskipreemia suurst ekspertidelt nende arvamuse küsimise, et mida nemad peavad mõistlikuks tururiskipreemiaks. Saadud vastused aga kipuvad varieeruma väga suures ulatuses ning pigem peegeldama hetkel aktsiaturgudelt teenitavaid tulususi. Tema personaalne hinnang on, et tururiskipreemia suurst peaks jääma vahemikku 2%-4%.

Fernandez *et al.* (Fernandez 2011: 3-4) viisid läbi uuringu, et välja selgitada, milliseid tururiskipreemia suuruseid kasutatakse erinevates riikides. Nende uuring hõlmas 56 riiki, kust kokku saadi vastused 6014 vastajalt. Kuigi nad said vastuseid 85 riigist üle maailma, valiti välja vaid need riigid, kust said kokku vähemalt 6 vastust. Vastajateks olid valitud ülikoolide finants- ja majandusprofessorid, analüütikud ning ettevõtete juhid. Nende uuringu erinevus paljudest teistest analoogsetest uuringutest seisnes selles, et kui enamik tururiskipreemia uuringuid uurib oodatavat tururiskipreemiat, siis nemad tahtsid teada saada, et milline on nõutav tururiskipreemia. Fernandez *et al.* tururiskipreemiate kohta läbi viidud uuringu tulemused, kus on välja toodud 56 erineva riigi tururiskipreemiate suurused, on esitatud lisa 2.

Uuringu tulemustest ei leidu Eesti riigi kohta tururiskipreemia suurust, kuid küll on uuringus osalenud Eesti lähiriikidest Venemaa, Soome, Rootsi ja Norra. Venemaalt osales uuringus 37 osalejat ning Venemaa keskmiseks tururiskipreemiaks nõuti 7,5%. Samas kui Norras, Rootsis ja Soomes olid nõutavad tururiskipreemia suurused madalamad ning küllaltki ühtlased. Soome kohta välja toodud tururiskipreemia oli 5,4%, Rootsi oma 5,9% ja Norra oma 5,5% (Fernandez *et al.* 2011: 6).

Fernandez *et al.* toovad välja oma uuringu kohta tehtavas kokkuvõttes võrdluseks mõned varasemalt läbi viidud uuringud ning nende tulemused on esitatud tabelis 1.1. Tabelist võib näha, et Fernandezi kaasosalusel 2011. aastal läbi viidud tururiskipreemiate alane uurimus kinnitab tema 2008.-2009. aastate uuringute tulemusi Euroopa tururiskipreemiate kohta. 2008.-2009. aastatel oli Euroopas keskmine tururiskipreemia 5,3%. Eesti lähiriikide tururiskipreemiad olid Fernandez *et al.* 2011. a uuringute tulemusel 5,4%-5,9%, mis on kooskõlas varasemalt Euroopa kohta läbi viidud uuringutega. Samuti on Ivo Welch läbi viinud mitmeid uuringuid tururiskipreemiate suuruste leidmiseks. Tema poolt läbi viidud uuringu andmetel püsis see aastatel 2007-2009 5,96%-6,2% vahel.

Tabel 1.1 Varasemalt läbi viidud tururiskipreemiate uuringute tulemused (Fernandez *et al.* koostatud)

	Surveys of Ivo Welch					Fernández et al. (2009, 2010)			
	Oct 97– Feb 98*	Jan-May 99*	Sep 2001**	Dec. 2007#	January 2009**	United States 2008	Europe 2008	United States 2009	Europe 2009
Number of answers	226	112	510	360	143	487	224	462	194
Average	7.2	6.8	4.7	5.96	6.2	6.3	5.3	6.0	5.3
Std. Deviation	2.0	2.0	2.2	1.7	1.7	2.2	1.5	1.7	1.7
Max	15	15	20	20		19.0	10.0	12.0	12.0
Q3	8.4	8	6	7.0	7	7.2	6.0	7.0	6.0
Median	7	7	4.5	6.0	6	6.0	5.0	6.0	5.0
Q1	6	5	3	5.0	5	5.0	4.1	5.0	5.3
Min	1.5	1.5	0	2		0.8	1.0	2.0	2.0

Ükski tänapäeva mudel ei hinda täpselt tururiskipreemia suurust, kuid Tim Koller *et al.* (2010: 242) väidavad, et tururiskipreemia varieerub jätkuvalt 4,5%-5,5% vahel.

Süsteematilist riski väljendav beetakordaja mõõdab seda osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamise abil diversifitseerida. Klassikalise finantsteooria

kohaselt võib investor oodata täiendavat kompensatsiooni üksnes süstemaatilise riski võtmise eest (Äripäeva ... 2009: ptk 7.2 lk 8). Beeta on suhtarv, mis näitab antud üriühingu riskisuse suhet võrreldes turuga üldiselt. Beetakordaja leitakse, võrreldes väärtpaberituru keskmisi liikumisi konkreetse äriühingu aktsia hinnakõikumistega (Ühinemised ja ... 2007: 20). Beeta ei sõltu ainult aktsia suhtelisest volatiilsusest võrreldes turuga, vaid ka korrelatsioonist aktsia ja turu liikumiste vahel. (Ühinemised ja ... 2007: 20)

Nüüd kui väärtuse hindamise mudel on üks tervik, tuleks see töösse rakendada. Kuid alustada tuleks esmalt mudeli korrektse toimimise testimisest. Isegi hoolikalt planeeritud mudel võib sisaldada mehhaanilisi või majanduslikke loogika vigu. Näiteks võiks alustada sellest, et kas mudel on tehniliselt korrektne, mille jaoks tuleks kontrollida, et kas bilanss on igal aastal tasakaalus. Kui ollakse veendunud, et mudel töötab korrektselt, tuleks proovida muuta sisendeid nii, et prognoosi lähteandmeid muudetak스 ühe kaupa korraga. Selle käigus tuleks jälgida, kuidas muutub ettevõtte väärtus ühe sisendparameetri muutmise käigus. See võimaldab määrata, et millistel sisenditel on suurim mõju ettevõtte väärtusele või milliseid muutujad seda ei mõjuta üldse (Koller *et al* 2010: 295-296).

Ettevõtte väärtuse hindamise lõppfaasis tuleks kindlasti arvesse võtta ka mitmeid tegureid, mis võivad tingida ettevõtte väärtuse hindamisel vajaduse kasutada mõnda diskontot või preemiat. Diskontod ja preemiad jagunevad üldiselt kahte kategooriasse: ettevõtte ja omanike taseme diskontod ja preemiad. Ettevõtte taseme allahindlused on need, mis mõjutavad kõiki huvigruppe. Ettevõtte tasandi diskonto tähendab seda, et see mõjutab ettevõtte kui terviku väärtust. Omanike tasandi diskonto tähendab seda, et see mõjutab ainult ühte või kindlat gruppi omanikest (Pratt 2009: 2).

Ettevõtte tasandi diskontod ja preemiad tuleb arvesse võtta enne omanike tasandi diskontode või preemiate rakendamist. Kõige sagedamini rakendatakse diskontosid või preemiaid väärtuse hindamise protsessi lõpus ning tavaliselt moodustavad nad mingi protsentuaalse osatähtsuse kogu ettevõtte väärtusest või siis vahel väljendatakse neid ka rahaliselt. Teine võimalus diskontosid või preemiaid rakendada, on korrigeerida näiteks diskontomäärasid või väärtusnäitajaid ning selle kaudu korrigeeritakse automaatselt juba ettevõtte väärtust diskontode või preemiate abil (Pratt 2009: 2). Diskontode ja preemiate kohta ei ole täpseid suuruseid küll kehtestatud, ent erialakirjanduses on välja toodud nendest osade kohta soovitatavad suurusvahemikud.

Ettevõtte tasandi diskontod tulenevad näiteks järgmisest põhjustest (Pratt 2009: 3):

- võtmeisiku rollist ettevõttes,
- pooleliolevast kohtuasjast,
- võimalikest keskkonnaalastest rikkumistest
- potentsiaalsete ostjate vähesusest.

Omanike tasandi diskontod tulenevad järgmistest põhjustest ning nende suurused võiksid olla järgmistes vahemikes (Pratt 2009: 6, Dellinger 2010):

- vähemusosalus – selle diskonto suuruseks soovitatakse kasutada 5%-25% ning sellest vahemikust erinevaid suursi tuleks kriitilise pilguga hinnata;
- ettevõtte osaluse mittelikviidsus – mittelikviidsusest tulenevad diskontod varieeruvad tavaliselt 10%-25% vahel.

Kontrollenamusega seonduvad mitmed sellised õigused, mida vähemusosalusega omanik ei saa teha, nagu näiteks (Pratt 2009: 19, Dellinger 2010):

- otsustada töötajate, juhtkonna ja juhtide tasustamist;
- otsustada selle üle, et keda valida ettevõtte juhtorganitesse;
- õigus alustada ettevõtte ühinemist või jagunemist;
- õigus otsustada ettevõtte varade müüki või uute soetamist;
- otsustada selle üle, et kellega lepinguid sõlmida ning kas sõlmida neid näiteks ka seotud osapooltega;
- määrata kas ja kui suures ulatuses maksta dividende.

Mõndadel juhtudel otsustatakse rakendada vähemusosaluse puhul diskontot, kuna vähemusosalust omaval omanikul ei ole selliseid õiguseid nagu kontrollenamust omaval omanikul. Ning sageli just müüdava osaluse suurus ongi see, mis määrab ettevõtte osaluse likviidsuse ja sellest tulenevalt ka vajaduse kasutada selle tarbeks diskontot. Mitmed investorid soovivad ettevõtte üle saavutada kontrollenamust ning nad pole näiteks huvitatud vähemusosaluse ostmisest. Sellised piirangud võivad põhjustada müüdava osaluse väiksemad müügivõimalused ja potentsiaalsete ostjate vähese huvi. See probleem on eriti aktuaalne olukordades, kus tehinguid tehakse mitteavalikult kaubeldavate ettevõtete või nende osalustega.

1.2.2. Väärtuskordajatel põhinevad meetodid

Väärtuskordajatel põhinevad meetodid jagunevad väärtuskordajate ning võrreldavate tehingute meetoditeks. Esimese puhul valitakse välja konkreetsed väärtuskordajad, koostatakse võrdlusgrupp ning seejärel võrreldakse hinnatavat ettevõtet võrdlusgrupi ettevõtetega erinevate väärtuskordajate põhjal. Võrreldavate tehingute meetodi korral proovitakse leida analoogseid tehinguid analoogsete ettevõtetega, mis on toimunud võimalikult lähedasel ajahetkel minevikus ning selle baasilt leida hinnatava ettevõtte väärtust.

Väärtuskordaja on ettevõtte aktsia hinna või ettevõtte kui terviku väärtuse suhe mingisse raamatupidamisnäitajasse. Sellest tuleb ka näitaja nimetus (Äripäeva ... 2008: ptk 4.3.2.5 lk 1).

Lihtsustatult võetakse äriühingu hindamisel võrreldavate tehingute analüüsi puhul aluseks teistes sarnastes tehingutes kasutatud hinna suhe vastavate tehingute objektiks olnud äriühingu majandusnäitajatesse. Eesmärk on lisada äriühingu hindamisele hetke turutrendide värving: kui sel ajaperioodil ostetakse äriühinguid kallimalt või odavamalt, kui nende majandusnäitajad seda ideaalmaalmas indekseeriks, tuleb seda kahtlemata arvesse võtta nii ostupakkumise tegemisel kui ka nende kaalumisel. Seega on oluline, et võrreldavad tehingud ei oleks mitte ainult samast tegevusharust, vaid ka ajas võrdlemisi lähedal toimunud (Ühinemised ja ... 2007: 24).

Seda meetodit saab kasutada nii börsil kaubeldavate kui ka avalikult mittekaubeldavate aktsiatega äriühingute hindamisel. Avalikult mittekaubeldavate aktsiatega äriühingu puhul võetakse võrdluseks avalikult teada olevate näitajate ja aktsia hinnaga ettevõtteid puudutavate tehingute suhtarvud (Ühinemised ja ... 2007: 24).

Võrdlusmeetod kasutab ettevõtte hindamiseks väärtussuhtarve, mis leitakse võrreldava ettevõtte turuväärtuse jagamisel mõne sama ettevõtte finantsnäitajaga. (Ühinemised ja ... 2011: 143) Suhtarvud, mida võrdlusmeetodi korral võrdlemiseks kasutatakse on näiteks (Ühinemised ja ... 2007: 24):

- ettevõtte väärtus / käive,
- ettevõtte väärtus / EBITDA,

- ettevõtte väärtus / EBIT,
- aktsiate koguhind / kasum,
- aktsia hind / kasum aktsia kohta ja
- ettevõtte väärtus / raamatupidamislik väärtus.

Kiireim võimalus võrreldava äriühingu analüüsi jaoks on kasutada aktsiahinna ja kasumi suhet ehk P/E suhet. P/E suhet võib kasutada äriühingu kiirhindamiseks ka ilma võrdlusgrupita (Ühinemised ja ... 2007: 21). Tavalisemate suhtarvude hulka kuuluvad näiteks ettevõtte turuväärtuse ja amortisatsioonieelse ärikasumi suhe (EV/EBITDA) ning ettevõtte turuväärtuse ja käibe suhe (EV/käive). Hinnatava ettevõtte turuväärtus leitakse hinnatava ettevõtte finantsnäitaja ja vastava suhtarvu korrutisena, nagu näiteks järgmises valemis number 1.14 toodud on (Ühinemised ja ... 2011: 143):

$$(1.14) EV_{\text{hinnatav ettevõtte}} = EV/EBITDA_{\text{võrreldav ettevõtte}} * EBITDA_{\text{hinnatav ettevõtte}}.$$

Ükskõik milliseid tehinguandmeid võrdluseks kasutatakse, kõige keerulisem osa meetodist on võrdluseks sobiva ettevõtte valik. Selleks, et meetod annaks usaldusväärse tulemuse, peab valitud ettevõtte olema hinnatava ettevõttega tõepoolest sarnane. Sobiva ettevõtte valikul on mitmeid kriteeriume, millest kõige olulisem on sarnane ärimudel ning tegutsemine samas majandusharus. Mida kitsamalt on majandusharu defineeritud, seda parem (Ühinemised ja ... 2011: 144).

Aswath Damodaran (Damodaran: 1-2) toob välja mõned peamised põhjused, miks väärtuskordajatel põhinevad meetodid nii populaarsed on:

- Väärtuskordajatel põhinevaid meetodeid on võimalik rakendada märksa vähem eeldusi arvesse võttes ning palju kiiremini kui diskonteeritud rahavoogude meetodeid.
- Seda analüüsimeetodit on märksa lihtsam seletada ning esitada klientidele, kes tellivad ettevõtete hindamisi.
- See meetod kajastab paremini turuolukorra hetkeseisundit, kuna see meetod proovib hinnata suhtelist, mitte sisemist väärtust.

Väärtuskordajate kasutamise taga on idee, et sarnaste varadega kaubeldakse sarnaste hinnatasemete juures. Sarnaste ettevõtete puhul peaksid seega olema ligilähedaselt

võrdsed ka suhtarvud, mis väljendavad seost ettevõtte väärtuse (või omakapitali väärtuse) ning mõne ettevõttespetsiifilise näitaja vahel (puhaskasum, müügitulud, varade raamatupidamisväärtus) (Äripäeva ... 2008: ptk 4.3.2.5 lk 1).

Väärtuskordajate analüüsi läbi viimiseks võib kasutada nii ajaloolisi kui ka prognoositavaid raamatupidamisnäitajaid. Praktikas eelistatakse prognoositavate alusnäitajate kasutamist, kuna siis on väärtuskordajate alusel saadud hinnang täpsem. Prognoositavate raamatupidamisnäitajate puudumise korral tuleks kasutada viimati avaldatud näitajaid – tavaliselt on need viimase 12 kuu näitajad (Äripäeva ... 2008: ptk 4.3.2.5 lk 1). Ettevõtte väärtusel põhinevaid suhtarve kasutatakse, et leida ettevõtte väärtust nii omakapitali kui ka võõrkapitali investorite jaoks. Suhtarvu teine komponent peaks olema näitaja, mis on oluline nii võõrkapitali kui ka omakapitali jaoks, näiteks EBIT või EBITDA (Ühinemised ja ... 2007: 22-23).

Nagu eelpool juba selgus, on võimalik leida väärtuskordaja suhe nii raamatupidamis- kui ka börsinäitajasse. Väärtuskordajate meetodit saab rakendada nii avalikult kaubeldavate kui ka mittekaubeldavate ettevõtete puhul. Selleks, et läbi viia tulemuslik väärtuskordajate analüüs, tuleks meeles pidada kolme nõudmist (Koller *et al.* 2010: 314-315):

1. Kasutada tuleb sobivaid väärtuskordajaid. Enamikul analüüsijuhtudel on ettevõtte väärtus/EBITDA parim väärtuskordaja võrdlemaks ettevõtete väärtuseid omavahel. Kuigi P/E suhtarvu kasutatakse laialdaselt, on see moonutatud kapitali struktuuri ning mitteäritegevuse kasumite/kahjumite poolt.
2. Kalkuleerida tuleb väärtuskordajad püsivalt ühtemoodi.
3. Kasutada tuleb sobivat võrdlusgruppi. Valik tööstusharu võrdlusgrupi ettevõtteid on hea koht alustuseks. Tuleks valida sellised ettevõtted, millel on sarnased väljavaated pikaajalise kasvu ning investeeritud kapitalilt teenitud tulususe osas.

Selle meetodi tugevus on ühtlasi ka selle nõrkuseks. Ettevõtete väärtuse võrdlemiseks koostatakse võrdlusgrupid ning valitakse välja mõned olulised näitajad, mida võrrelda. Kuid nende meetodite puhul võidakse alahinnata riske, kasvumäära ning rahavoogude genereerimise potentsiaali. Kuna need meetodid peegeldavad turuolukorra hetkeseisu, siis võib juhtuda see, et saadud tulemused kas ala- või ülehindavad võrdlusettevõtteid. Seetõttu, et need meetodid mõõdavad suhtelist väärtust, on nad suhteliselt

manipuleeritavad meetodid. Näiteks analüütik võib valida sobivad väärtuskordajad või võrdlusettevõtted, et manipuleerida tulemustega, sest saavutatud tulemust saab õigustada tulenevalt võrdlusettevõtetest või –näitajatest (Damodaran: 2).

Üks vähestest viimastel aastatel Eestis piimatootmisega tegelevate ettevõtete müügitehingutest, mille väärtus on avalikustatud, on 2012. a aprillis Trigon Dairy Farmingu poolt ligi 98%-ne Väätsa Agro AS osakute ost ACC Conquistador Holdingsilt. Kuna Trigon Dairy Farmingu emaettevõtte Trigon Agri on noteeritud Stockholmi börsil, siis sellest tulenevalt oli sellel ettevõttel kohustus selle tehingu hind ka avalikustada. 98%-ne Väätsa Agro OÜ osalus soetati Trigon Dairy Farmingu poolt 7,3 miljoni euro eest. Väätsa Agro AS 2011. majandusaasta lõpu seisuga oli ettevõtte ärikasum enne kulumit (EBITDA) 970 000 eurot. Kui siinkohal leida ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe, siis saame selleks 7,53 (Trigon Agri ...).

Tulenevalt põllumajandusvaldkonna spetsiifikast ja eripäradest, oleks otstarbekas väärtuskordajate leidmisel keskenduda ka põllumajandusvaldkonna kesksetele näitajatele. Selleks võiks näiteks olla ettevõtte väärtus jagatud lüpsilehmade arvuga farmi kohta. See näitaja peaks näitama siis ettevõtte väärtust ühe lüpsilehma kohta. Sama näitaja võib ka näiteks arvutada välja põllumaa kohta.

Võrreldavate äriühingute analüüsimeetodit kasutades tuleb niisiis kõigepealt valida võrdlusgrupp äriühinguid ning järgnevalt tuleb leida vastavate äriühingute suhtarvud. Kolmandaks tuleb võrrelda võrdlusgrupi suhtarvude tulemusi hinnatava ettevõtte näitajatega. Ja nende võrdlustulemuste põhjal saabki teha järeldusi äriühingu väärtuse suhtes (Ühinemised ja ... 2007: 23).

1.2.3. Varade väärtusel põhinevad meetodid

Varade väärtusel põhinevad meetodid jagunevad järgmiselt: raamatupidamisväärtuse-, likvideerimisväärtuse- ning asendusmaksumuse meetod. Selles alapeatükis on ära toodud kõigi nende kolme meetodi kirjeldused ning ka nende arvutamise meetoodika.

Raamatupidamisväärtuse meetodit kasutatakse harva eraldiseisvana, pigem on selle meetodi puhul tegemist ühe võimalusega, mille abil kontrollida mõnel muul meetodil

saadud tulemust. Näiteks kasutatakse raamatupidamisväärtuse meetodit osadel juhtudel diskonteeritud rahavoogude meetodi jaoks lõppväärtuse leidmiseks.

See ettevõtte väärtuse hindamismeetod põhineb ettevõtte bilansilistel andmetel, mille kohaselt ettevõtte omakapitali väärtus arvutatakse vastavalt valemile number 1.15 (Valuation formulas ...):

$$(1.15) \text{Omakapitali väärtus} = \text{koguvaramad} - \text{kohustused}.$$

Selle lihtsustatud lähenemise juures on mitmeid puuduseid. Esiteks, kui ei auditeerita ettevõtet, siis ei saa olla kindel kas bilansis esitatud andmed on korrektsed ning esitavad erinevaid kirjeid vastavalt nõuetele. Teiseks, mõnede varade väärtus, näiteks nagu hooned, seadmed ja mööbel jne, võivad olla bilansis ülehinnatud ega pruugi kajastada nende asendusmaksumust (Valuation formulas ...).

Raamatupidamisväärtuse meetod põhineb bilansil ning kajastab ettevõtte omanikele kuuluvat netovara hindamishetkel, võttes arvesse korrektsioone mõningate bilansikirjete osas. Raamatupidamisväärtuse meetodi kasutamine on tehniliselt lihtne ja põhineb peaaesjalikult faktidel, kuid selle puuduseks on tuleviku ignoreerimine. Meetodi kasutamine on õigustatud mittejätkusuutlike või lõpetamisele kuuluvate ettevõtete puhul (Ettevõtte väärtuse ... a).

Likvideerimisväärtuse meetod sarnaneb raamatupidamisväärtuse meetodiga, kuid selle meetodi puhul kasutatakse varade bilansiliste väärtuste asemel nende likvideerimisväärtust. Selle meetodi puhul leitakse likvideerimisväärtus, kasutades valemit number 1.16 (Valuation formulas ...):

$$(1.16) \text{Likvideerimisväärtus} = \text{varade likvideerimisväärtus} - \text{kohustused} - \text{likvideerimisega seotud kulutused}.$$

Likvideerimisväärtuse meetod on väga asjakohane meetod, kui prognoosiperioodi lõpul kaalutakse ettevõtte likvideerimist. Normaalolukorras alahindab likvideerimisväärtus toimiva ettevõtte jääkväärtust väga oluliselt (Äripäeva ... 2003: ptk 11.2 lk 4). Likvideerimisväärtuse meetodit kasutatakse vahel diskonteeritud rahavoogude meetodi korral lõppväärtuse leidmisel. Likvideerimisväärtuse põhine lähenemine võrdsustab

lõppväärtuse prognoosiperioodi lõpus likvideerimisel saadava summaga pärast varade müüki ja kõigi kohustuste tasumist. Likvideerimisväärtus on tihti väga palju erinev väärtusest, mida ettevõtte omab tegutseva äriühinguga. Kasvavas, kasumlikus tööstusharus on likvideerimisväärtus tõenäoliselt madalam kui ettevõtte väärtus jätkuvalt tegutseva üksusena. Kuid hääbuvas tööstusharus võib likvideerimisväärtus ületada ettevõtte kui jätkuvalt tegutseva ühingu väärtust. Seda meetodit ei soovitata kasutada, kui likvideerimine pole tõenäoline (Koller *et al* 2010: 229).

Asendusmaksumuse meetodit rakendatakse vahel koos diskonteeritud rahavoogude meetodiga, et leida lõppväärtust. Asendusmaksumuse meetod võrdsustab lõppväärtuse ettevõtte varade asendamise oodatava maksumusega. Sellel meetodil on vähemalt kaks puudust. Esiteks, selline lähenemine võib alahinnata ettevõtte väärtust. Ettevõtte inimkapitali väärtust saab hinnata ainult osana rahavoogudest, mida ettevõtte genereerib. Ainult ettevõtte materiaalsete varade asendusmaksumus võib alahinnata ettevõtte väärtust. Teiseks, kõik ettevõtte varad ei pruugigi olla kunagi asendatavad (Koller *et al.* 2010: 229-230).

1.3. Ettevõtte väärtuse hindamismeetodite võrdlus ning sobiva meetodi valimine põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks

Nagu nägime, on ettevõtte väärtuse hindamiseks olemas mitmeid erinevaid meetodeid ning teooria peatüki eelmistes alapeatükkides on neist tutvustatud enamlevinuid ja sagedamini kasutatavaid. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid on võimalik jagada kolmeks:

- diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid,
- varadel põhinevad meetodid ja
- väärtuskordajatel põhinevad meetodid.

Neist kolmest ettevõtte väärtuse hindamise meetodist kasutatakse toidu- ja põllumajandussektoris kõige sagedamini diskonteeritud rahavoogudel ning varadel põhinevaid meetodeid. Sageli iseloomustavad toidu- ja põllumajandussektori ettevõtteid väga madalad kasumimarginaalid ning seetõttu eelistatakse tihti varadepõhist meetodit,

sest selle meetodi korral saadakse suurem ettevõtte väärtus kui diskonteeritud rahavoogude meetodil (Massey 2012: 2-3).

Nende kolme peamise ettevõtte väärtuse hindamise meetodi peamised eelised ja puudused ning rakendusvõimalused võtab kokku tabel 1.2 lk 35-36.

Tabel 1.2 Ettevõtte väärtuse hindamise meetodite võrdlus (Ühinemised ja ... 2011: 148 ning autori poolt täiendatud)

Eelised	Puudused	Rakendamine
Diskonteeritud rahavoogude meetodid		
<ul style="list-style-type: none"> Hindab ettevõtte väärtust otse tulevikus teenitava rahavoo, mitte kaudsete näitajate põhjal. Arvestab ettevõtte eripäradega Kõige vähem tulemust moonutavaid lihtsustusi Võtab arvesse riske, mis kajastuvad diskontomääras. 	<ul style="list-style-type: none"> Keeruline ja aeganõudev Tulevikku keeruline prognoosida Tulemus on manipuleeritav ja sõltub subjektiivsetest hinnangutest Täpse tulemuse saamiseks peab ettevõtte kohta olema palju infot 	<ul style="list-style-type: none"> Täpseimat hinnangut nõudvad olukorrad Ühinemisprotsessid ja ülevõtmispakkumused Kohtuvaidlused Ettevõtete ning nende osaluste müük ja ost
Väärtuskordajate meetodid		
<ul style="list-style-type: none"> Lihtne ja kiire Tulemustega manipuleerimine keerulisem kui diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul. 	<ul style="list-style-type: none"> Võrdlemisel kasutatav ettevõtte ei saa kunagi olla hinnatavaga identne Puudub võimalus tuvastada, miks konkreetne suhtarv selliseks kujunes. Info leidmine tehtud tehingute kohta on keeruline. Börsiettevõtete suhtarvude kasutamisel oht ettevõtet üle hinnata Tulemus sõltub võrdlusgrupi moodustamisest ning 	<ul style="list-style-type: none"> Kiirhinnangu andmisel parim meetod Diskonteeritud rahavoogude meetodiga leitud hinna kontrollimine. Spetsiifiliste varade hindamisel

Eelised	Puudused	Rakendamine
	valitud väärtuskordajatest	
Varadel põhinevad meetodid		
<ul style="list-style-type: none"> • Lihtne ja kiire • Võtab arvesse varade taastamis- või asendusmaksumuse, sest ei olda nõus maksma varade eest rohkem kui on varade taastamis- või asendusmaksumus. 	<ul style="list-style-type: none"> • Väga spetsiifilistele varadele ei ole võimalik täpset turuhinda leida. • Ei arvesta bilansis kajastamata väärtust (töötajad, teadmised, kaubamärgid jne) • Spetsiifiliste varade hindamine nõuab erialast kompetentsi ja teadmisi. • Saadud väärtus peegeldab turuväärtust, mitte sisemist väärtust ning hinnangute sõltuvus välistest teguritest 	<ul style="list-style-type: none"> • Olukorras, kus ettevõtte likvideerimisel saadav väärtus on suurem kui toimiva ettevõtte väärtus. • Varapõhise ettevõtte puhul (N: kinnisvaraettevõtte) • Diskonteeritud rahavoogude meetodi korral lõppväärtuse leidmiseks • Ühel seadmel või masinal põhineva ettevõtte likvideerimisväärtuse leidmiseks

Iga hindamise läbiviimise puhul tuleb lähtuda hindamise eesmärgist, meetodika rakendamise võimalustest ning saadaolevatest andmetest. Prag (1983) sõnul oleks mõistlik hinnata piimandusega tegelevat ettevõtet võrreldavate tehingute meetodil, sest piimandusettevõtete puhul on tegemist väga spetsiifiliste varadega. Kuid samas võib tema arvates kasutada ka diskonteeritud rahavoogudel või varade väärtusel põhinevaid meetodeid, kui neid on võimalik rakendada.

Hindaja peab võrreldavate tehingute meetodil hindamise puhul leidma analoogse äritegevusega piimafarmi. Näiteks ei saa omavahel võrrelda piimafarme, kus üks piimafarm ostab enamiku söödast ostusöödana ning kelle tootmisprotsess on väga automatiseeritud, samas kui teine farm kasvatab kogu sööda enda tarbeks ise ning kelle tootmine on vähe automatiseeritud. Hindamisel tuleks silmas pidada ka seda, et enda poolt kasvatatava sööda, põllumajandusmaa ning loomade suhe oleks võrreldavatel ettevõtetel paigas. Piimafarmi hindamisel võrreldavate tehingute meetodil tuleks kindlasti koguda üksikasjalikku informatsiooni loomakasvatushoonete ja põllumaade omaduste kohta (Prag 1983).

Varadel põhineva meetodi puhul tuleb arvestada tehingu tegemise ajaga, farmi asukohaga, müügitingimuste ja -võimalustega ning hoonete füüsilise seisukorraga.

Hoonete väärtuse hindamisel tuleks lähtuda taastamisväärtuse maksumusest ning leida selle maksumus erinevate objektide puhul eraldi, näiteks nagu olmeruumid, lüpsiplats, sööda- ja silohoidlad, garaažid jne. Hoonete väärtuse (siinjuures mõeldakse kogu põllumajandusfirma infrastruktuuri nagu loomakasvatushooned, silo- ja söödahoidlad, lägahoidla jne) võrdlemiseks leitakse tihti ühe väärtuskordajana hoonete väärtus suhtena ühe loomaühiku kohta. Selle leidmiseks jagab hindaja hoonete kogumaksumuse loomade arvuga, mida loomakasvatushoone maksimaalselt mahutab. See suhtarv peaks olema erineva suurusega ettevõtetel küllaltki sarnane ning olulised erinevused selles väärtuses tuleks kriitiliselt üle hinnata (Prag 1983).

Joubert ja Cloete (2011: 45) viisid läbi uuringu, mille eesmärgiks oli hinnata ja võrrelda Lõuna-Aafrikas paiknevate broilerikasvatusele spetsialiseerunud kontraktorfarmide üksuste hindamisel kasutatavaid erinevaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid. Uuringu autorite jaoks oli probleemiks, et kuigi eksisteerib rohkelt kirjandust ettevõtte väärtuse hindamise kohta, on seda väga vähe broilerikasvatuse hindamise jaoks.

Käesolev uuring viidi Joubert ja Cloethe poolt läbi üle interneti ning broilerikasvatuste kontraktorfarmide hindajateks olid broilerifarmidele spetsialiseerunud hindajad nii Lõuna-Aafrikast kui ka välismaalt. Kokku valiti uuringusse Mpumalanga ja Loode-Aafrika provintssides paiknevatest 196-st broilerifarmist 15. Kõikide farmide kohta koostati kahel meetodil ettevõtte väärtuse hindamised ning kasutatud meetoditeks olid rahavoogudel põhinev ja varade väärtusel põhinev meetod. Võrreldavate tehingute meetodid ei kasutatud, kuna selle meetodi rakendamise jaoks polnud piisavalt kättesaadavaid andmeid.

Broilerifarmide hindamise teeb eriti keeruliseks nendega tehtavate tehingute väike arv ning erinevate tehnoloogiliste lahenduste kasutamine erinevates farmides, mille tõttu on väga suured erinevused teenitavas kasumimääras. Selles uuringus tuuakse välja, et võrreldavate tehingute meetodi keerukus tuleneb sellest, et väga vähe andmeid on saadaval varem tehtud tehingute kohta. Kuigi tehingud on omavahel sarnased, nõuavad need ikkagi, et nende puhul tehtaks kohandusi konkreetsele tehingule. Kuid oht peitub selles, et mida rohkem proovida tehinguid omavahel kohandada, seda enam võivad nad muutuda lõpuks hoopis võrreldamatuteks. Järgmine probleem tuleneb sellest, et kuigi me

võime teha teatud kohandusi tehingutes, siis nende muudatuste rahaline väljendamine on kõige keerulisem osa sellest (Joubert ja Cloete 2011: 47).

Rahavoogudel põhinev meetod tugineb põhimõttel, et vara on väärt nii palju, kui tema poolt tulevikus loodavad rahavood ning investor ei maksa oma investeeringu eest rohkem, kui ta suudaks samade riskifaktorite korral teenida analoogsetest investeeringutest. Selle meetodi puhul on vaja leida aastased rahavood, kuid probleemiks on kapitalimäära leidmine. Autorid pakuvad välja, et kapitalimäär peaks olema alternatiivkulu, kui investorid otsustaks investeerida mitte põllumajandusettevõttesse, vaid paremuselt järgmisesse alternatiivsesse valdkonda (Joubert ja Cloete 2011: 47).

Varadepõhise meetodi puhul on ettevõtte väärtuseks erinevate varade asendus- või taastamismaksumus, sest eeldades, et enamik inimesi käitub ratsionaalselt, ei ole nad nõus asjade eest rohkem maksma, kui on nende asendus- või taastamismaksumus. Seda meetodit tasuks broilerifarmi hindamiseks kasutada siis, kui ollakse veendunud, et farmivarad müüakse eraldi (Joubert ja Cloete 2011: 48).

Rahavoogude põhise meetodi kasutamine eeldab, et arvestatakse erialaste aspektidega, nagu lindude suremus, tibude üleskasvatamise hind, sööda maksumus, juurdekasvu saavutamise maksumus. Samas varapõhise meetodi kasutamisel peab hindaja olema teadlik kõikide kulude osas, mida tuleb arvesse võtta ning nägema iga ettevõtte vara osana suurest tervikust. Varade väärtuse meetodil broilerifarmi hindamine eeldab teadmisi pinnase ettevalmistustööde, teraskonstruksioonide, telliste ja segude, söötmis-, jootmis-, sõnnikueemaldamis- ja kütmissüsteemide, elektrilahenduste osas jne. Uuringu kokkuvõttes tuuakse välja, et varade väärtusel põhineval meetodil saadud hinnangute osas esines väiksem varieeruvus moodi ümber. Kuid samas rahavoogudel põhinev meetod annab realistlikuma hinnangu, sest see põhineb tegelikel rahavoogudel (Joubert ja Cloete 2011: 66-67).

Mark Kantšukov (Kantšukov 2010: 101-102) viis 2010. aastal läbi Eesti finantsnõustamisetevõtete esindajate hulgas (selles osales 28 osalejat 21 ettevõttest) küsitluse, mille eesmärgiks oli uurida väärtuskordajate kasutamist Eesti finantsanalüütikute poolt. Lisaks sooviti selle küsitluse käigus välja selgitada erinevate väärtuskordajate populaarsust. Läbiviidud küsimustiku ühes osas küsiti analüütikutelt ka,

et kui sagedasti erinevaid väärtuse hindamise meetodeid kasutatakse ning paluti välja tuua ettevõtte väärtuse hindamise meetodite eelisjärjestus. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid olid jagatud 3 rühma: diskonteeritud rahavoogudel põhinevad, väärtuskordajatel põhinevad ja ettevõtte varadel põhinevad meetodid. Tabelis 1.3 lk 40 esitatakse Mark Kantšukovi uurimustulemusi kokkuvõttev tabel, kus on reastatud erinevate ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kasutussagedus Eesti finantsnõustamisettevõtete esindajate poolt.

„Selleks, et kvantifitseerida uuringu tulemusi, omistati kõikidele vastusevariantidele väärtused. Vastusevariandile „sageli“ omistati väärtus 1, „harva“ 0,5“ ja „mitte kunagi“ 0. Nt. FCFF jaoks saadakse skoor selliselt, et variandile „sageli“ vastavad vastuste arvud (=23) korrutatakse läbi 1-ga, variandile „harva“ esinevate vastuste arv (=3) korrutatakse 0,5-ga ja variandile „mitte kunagi“ (=2) korrutatakse 0-ga. Seejärel leitakse kaalutud keskmine summa $= 23 \times 1 + 3 \times 0,5 + 2 \times 0 = 0,875$ (Kantšukov 2010: 105-106).“

Üheks küsitluse järelduseks oli see, et väärtuse hindamise meetoditest eelistavad Eesti finantsanalüütikud diskonteeritud rahavoogudel põhinevaid meetodeid ja väärtuskordajaid. Suhteliselt vähe on neid analüütikuid, kes kasutavad sageli varapõhiseid meetodeid. Väärtuse hindamise mudelite eelisjärjestuse kohta võiks märkida veel, et väärtuskordajad on üldiselt kõikide analüütikute eelistuses teisel kohal pärast FCFE või FCFF meetodit. Kuid samas DCF meetodite eelistamine võrreldes teiste meetodite rakendamisega pole märkimisväärne (Kantšukov 2010: 106).

Mark Kantšukov toob ühe võimaliku põhjendusena välja, et analüütikud lähtuvad väärtuspõhise finantsjuhtimise ühest peamisest postulaadist, et aktiva (eriti aga tegutseva ettevõtte) väärtus on määratud tema poolt tulevikus genereeritavate rahavoogudega. Küsitluse tulemustest selgub, et diskonteeritud rahavoogude mudelitest on eelistatuim FCFF-mudel, mida kasutab 82% vastanutest. Väärtuskordajatest osutus kõige populaarsemaks EV/EBITDA väärtuskordaja, mida kasutas sageli 79% vastanutest. Sageli või harva kasutatakse ka PE, EV/S ja EV/EBIT suhtarve (Kantšukov 2010: 104-107).

Tabel 1.3 Ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kasutamise tulemused Eesti finantsnõustamisettevõtete esindajate poolt koos kasutussagedustega (Mark Kantšukovi koostatud)

Diskonteeritud rahavoogudel põhinevad mudelid				
	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor ⁶⁶
FCFF	23	3	2	0.875
FCFE	7	15	6	0.518
APV	0	2	26	0.036
Diskonteeritud dividendide mudel	1	11	16	0.232
Muud	2	1	25	0.089
Väärtuskordajatel põhinevad mudelid				
	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor
EV/EBITDA	22	2	4	0.821
EV/EBIT	10	11	7	0.554
EV/S	11	11	6	0.589
EV/A	0	10	18	0.179
P/E	15	7	6	0.661
P/EBIT	2	6	20	0.179
P/EBT	1	6	21	0.143
P/B	12	7	9	0.554
Muud mudelid	4	2	22	0.179
Ettevõtte varade põhised mudelid				
	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor
Bilansilisest väärtusest lähtuvalt	8	14	6	0.536
Likvideerimisväärtusest lähtuvalt	6	17	5	0.518
Asendusväärtusest lähtuvalt	5	16	7	0.464

Käesoleva magistritöö autor konsulteeris enne sobivaima uurimismetoodika lõplikku valimist käesoleva magistritöö empiirilise uuringu läbiviimiseks Eesti Maaülikooli doktorandi Aadi Remmikuga. Aadi Remmik on tegelenud mitmeid aastaid põllumajandusettevõtete väärtuste hindamisega Eestis. Tema seisukoht oli, et põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks tuleks kasutada kas diskonteeritud rahavoogude meetodit või varadel põhinevat meetodit. Kiirhinanngu andmiseks on võimalik küll hinnata põllumajandusettevõtte varasid eraldi, kuid see ei pruugiks anda adekvaatset tulemust. Seda seetõttu, et põllumajandusfirmade varade väärtust on väga keeruline eraldi hinnata ning osadel nendest varadest puudub aktiivne järelturg. Tema soovitus käesoleva magistritöö autorile oli, et põllumajandusettevõtte väärtuse

hindamiseks võiks kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit. Ning lõppväärtuse leidmiseks oleks soovitatav kasutada perpetuiteetset kasvumudelit.

Väärtuskordajatel põhinevat meetodit otsustati empiirilise uuringu käigus mitte kasutada tulenevalt põllumajandusfirmadega, eriti just piimatootmisega tegelevate ettevõtetega, tehtavate tehingute väiksest arvust. Kuigi viimastel aastatel on küll toimunud mitmeid piimatootmisettevõtete ostu-müügitehinguid, ei ole müügihindasid ning tehingu täpsemaid tingimusi nendel puhkudel avalikustatud. Selle meetodi rakendamise muudaks keeruliseks tehtud tehingute kohta andmete puudumine ning tehingute toimumine erineval ajahetkel ja asukohas.

Kuna tegemist on põllumajandusfirmadega, millel on väga palju eripärasid, ei oleks võimalik täpselt hinnata ainult müügitehingu hinna põhjal tehingu sisu. Näiteks tekiks kohe vajadus tehingute omavaheliseks kohandamiseks, millele soovitasid tähelepanu pöörata ka Joubert ja Cloete. Kuid see võib muuta tehingud hoopis võrreldamatuteks. Kindlasti võiks piimatootmisega tegeleva ettevõtte puhul väljaselgitamist vajavateks asjaoludeks olla ostu- ja müügitehingute sisu hindamisel näiteks, et millised olid karja- ja põllumaanäitajad, millised rendilepingud olid põllumaa kasutamiseks sõlmitud, milliseid toetuseid ning kui suures summas saadakse PRIA-lt, millist lüpsitehnoloogiat kasutatakse, kui palju on ettevõtte tehnika ja seadmeteparki investeeritud, milline on lüpsilehmade toodang, nende põlvnemine, keskmine eluiga jne. Teadmata täpselt tehingute üksikasju, võime väärtuskordajate meetodi kasutamisel saada ebaadekvaatse tulemuse.

Selle põhjused, miks ei kasutatud empiirilises uuringus varadel põhinevat meetodit, on paljuski samad, mis väärtuskordajate meetodi puhul. Kuna piimatootmisega tegelevate ettevõtetega tehtavate tehingute arv on väike, ei ole paljudel spetsiifilistel põllumajandusfirmade varadel ka järelturgu või pole neid võimalik müüa eraldi kogu tootmiskompleksist. Varadel põhineva meetodi korral oleks vaja leida olemasolevate varade likvideerimis-, asendamise- või taastamisväärtus. Kuigi põllumajandusfirmade varasid on võimalik ka eraldi hinnata, omab põllumajandusfirma enamikul juhtudel enam väärtust toimiva üksusena.

Kõikide põllumajandusfirma varade hindamine nõuab hindajalt kahtlemata väga heal tasemel erialaseid teadmisi ning spetsiifilist kompetentsi, millele juhtis tähelepanu ka Prag (1983). Uuritava põllumajandusfirma varade väärtuse hindamisel oleks üheks probleemiks kindlasti käesoleva magistritöö autori ebapiisav pädevus sellisteks hindamistegevusteks. Seetõttu otsustatakse ka seda meetodit mitte rakendada. Samuti tõi Prag (1983) välja, et varadel põhinevat meetodit oleks soovitatav kasutada, kui ollakse veendunud, et ettevõtte varad müüakse eraldi ning erinevateks kasutusotstarveteks. Kuna empiirilise uuringu käigus uuritav ettevõtte ei planeeri tegevust lõpetada ega varasid maha müüa, tuleks uuritavat ettevõtet hinnata ühe terviku tootmisüksusena.

Mark Kantšukovi läbiviidud uuringust selgus, et DCF meetod on kõige sagedamini kasutatud väärtuse hindamise meetod Eestis finantsnõustamisega tegelevate ettevõtete hulgas. Uuringu kokkuvõttes toodi selle üheks põhjuseks välja asjaolu, et see meetod juhindub finantsjuhtimise ühest peamisest postulaadist, et vara väärtus põhineb tema poolt tulevikus genereeritavatel rahavoogudel. Kindlasti tuleks seda printsiipi jälgida ka käesoleva magistritöö raames uuritava ettevõtte puhul ning see on üheks lisaargumendiks, miks otsustati valida FCFF meetod empiirilise uuringu käigus ettevõtte väärtuse hindamiseks.

Selle meetodi korral on võimalik arvesse võtta kõiki põllumajandusettevõtte eripärasid, mis kajastuvad ettevõtte kohta koostatavates prognoosides. Ning ettevõtte väärtuse hindamise lõppfaasis on sensitiivsusanalüüsi abil võimalik välja selgitada suurima mõjuga näitajad ettevõtte väärtusele. Käesoleva magistritöö empiirilise uuringu jaoks kasutatavat uurimismetoodikat on põhjalikumalt käsitletud empiirilise uuringu peatükis.

Läbi viidava empiirilise uuringu peamine erinevus võrreldes eelnevalt läbi viidud ettevõtte väärtuse hindamise alaste uuringutega tuleneb põllumajandusvaldkonna eripäradest ja iseärasustest. See ei muuda küll mitte fundamentaalselt ettevõtte väärtuse hindamise kogu protsessi, ent lisab mitmeid erisusi, millega tuleb ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada.

1.4. Põllumajandusettevõtete eripärad

Põllumajandusettevõtetel on mitmeid eripärasid ning käesolevas alapeatükis antaksegi ülevaade peamistest põllumajandusvaldkonna ettevõtete iseärasustest, millega tuleks põllumajandusettevõtte väärtuse hindamisel arvestada.

Üheks peamiseks EL põllumajandusettevõtete omapäraks on EL poolt põllumajandustootjatele makstavad põllumajandustoetused. Kindlasti tuleb EL-s tegutseva põllumajandusettevõtte väärtuse hindamisel võtta arvesse ka EL poolt makstavaid põllumajandustoetuseid. Põllumajandustoetused jagunevad erinevate meetmete vahel ning seetõttu tuleb neid arvesse võttes lähtuda konkreetsetelt hinnatava ettevõtte poolt saadavatest toetustest. Näiteks EL-i poolt makstavad otsetoetused, mida saavad kõik EL põllumajandustootjad lähtuvalt nende poolt kasutatava põllumaa pindalast, on oluliseks sissetulekuks põllumajandustootjatele. Madalate väljamüügihindade ning väikese saagikusega perioodidel on need sageli aidanud põllumajandustootjatel tootmisesse tehtud kulutused tasuda, kuna põllumajandustoodangu müügist laekuv tulu ei ole katnud tootmiskulusid.

Veel üheks EL põllumajandustootjate eripäraks, mis puudutab konkreetsetelt piimatootmisettevõtteid, on EL-s kehtiv piimakvoodi süsteem. Vältimaks EL-s toorpiima ületootmist, on EL-i poolt kehtestatud igale liikmesriigile piimakvoot, mida on võimalik jagada oma piimatootjate vahel. Igale EL liikmesriigile määratud piimakvoodi mahuga on paika pandud maksimaalne toorpiima tootmiskogus iga liikmesriigi kohta. Kuid hetkel kehtiv piimakvoodi süsteem kaotatakse EL-s alates 01.01.2015 ning siis on võimalik igal EL liikmesriigil ning tema piimatootjatel toota toorpiima ilma tootmismahu piiranguta.

Põllumajandusvaldkonna ettevõtete riskid on väga mitmekesised, kuid need saab jagada peamiselt viide üldisesse valdkonda (Kay *et al.* 2012: 268-270):

- Tootmise ja tehniline risk. Tootmisettevõtteid teavad, et kindla sisendite kombinatsiooni kasutamine annab väga harva täpselt sama kvaliteedi ja kvantiteediga tulemusi. See on nii ka enamike põllumajandustootmise protsessidega. Saagikuse ja karja tulemusi mõjutavad bioloogilised protsessid, mis tulenevad haigustest, ilmast, putukatest, seemnetest ning geneetikast jne. Neid faktoreid ei saa kindlalt ette ennustada. Loomakasvatavad kogevad veel lisaks

mitmeid olulisi tootmisriske. Näiteks märg ja külm kevad või kuiv periood suvel võib omada kohutavaid mõjusid eluskarjale. Haiguspuhangute puhkemisel võib tekkida olukord, kus omanik on sunnitud likvideerima näiteks kogu karja.

- Hinna- ja tururisk. Hinnavolatiilsus on üks peamisi ebakindluse allikaid põllumajanduses. Põllumajandussaaduste hinnad kõiguvad aastast aastasse ning päevase päeva, kuid tootjal on nende kontrollimiseks peaaegu võimatu midagi teha. Põllumajandussaaduste nõudlus on mõjutatud tarbijate eelistustest ja sissetulekutest, valuuta vahetuskurssidest, ekspordipoliitikatest, makromajanduslikust olukorrast ning konkureerivate toodete hindadest. Kuigi mõned hinnaliikmised on hooajalised või tsüklilised ning neid võib ette ennustada, on ka nende puhul selliseid volatiilsusi, millega ei osata arvestada. Veel üheks riskiks on sisendite hinnarisk. Sisendite hinnad tunduvad olema vähem volatiilsed kui väljundite hinnad, kuid sellest hoolimata lisavad ka need ebakindlust.
- Finantsrisk ilmneb siis, kui laenatakse vahendeid oma tegevuse finantseerimiseks. See risk tuleneb ebakindlusest tulevaste intressimäärade suhtes ning teadmatusest, kas senine laenuandja soovib vajadusel väljastada laenuvõtjale täiendavaid laene. Kindlasti on riskiks äritegevuse suutlikkus genereerida vajalikul hulgal rahalisi vahendeid, mida on vaja ettevõttel oma kohustuste tasumiseks. Kohustuste tagasimakse võimekus sõltub sissetulekutest ning see omakorda toodangutasemest ja hinnast, mida oma toodangu müügist saadakse.
- Õiguslik risk. Kuna farmerid ning mittetootjad satuvad üha lähemasse kontakti põllumajanduspiirkonnas, siis on oodata täiendavaid regulatsioone põllumajandustootmise kohta. Tarbijate kasvanud teadlikkus toiduohutusest mõjutab seda, et milliseid toiduaineid tarbitakse ning vastavalt nõudlusele peavad oma tootmist kohandama ka põllumajandustootjad. Elusloomade kasvatajad peavad olema teadlikud näiteks antibiootikumide kasutamise piirangutest ning reeglitest seoses sõnniku laotamisega.
- Personalirisk. Ükskõik kui palju kapitali ka ei investeeritaks põllumaasse, eluskarja või masinatesse, on kõige asendamatum ressurss põllumajandustootjale ikkagi farmijuhataja ning võtmetöötajad. Risk, et nendega võib midagi juhtuda, on suureks murekohaks. Võtmetöötajad võivad lahkuda seoses pensionile minekuga, karjäärimuutusega või ümberpaiknemisega. Kui töandja piirkonnas

pole selliste oskuste ja teadmistega asendajat võimalik leida senisele töötajale, võivad tootmises ilmnedagi väga suured kaod.

Veel üheks põllumajandusvaldkonna ettevõtete riskiallikaks on uued põllumajanduslikud tootmislahendused ja aretustöö Põllumajandusvaldkonnas toimub kiire tehnoloogiline areng ning pidevalt tuleb turule uusi täiustatud ja edasiarendatud põllumajandusmasinaid ning –seadmeid. Ent sellega kaasneb risk, et kas need investeeringud ennast ära tasuvad ja lisavad tootmisprotsessi oodatud efekti. Samuti toimub pidev aretustöö nii eluskarja kui taimekasvatussaadustega. Pidevalt tulevad müügile uued taimesordid ning põllukultuurid, aga iga uue asjaga püsib risk, et tehtav muudatus ei pruugi anda oodatavat majanduslikku tulemust. Näiteks Eestis kasvatatakse viimastel aastatel üha suuremal kasvupinnal maisi maisisilo tootmiseks. Kuid kui hilissügisel koristusperioodil peaks selguma, et maisisilo ei saada vajalikus koguses ning kvaliteediga, võib loomakasvatajaid tabada tõsine tagasilöökk. Õnneks viimastel aastatel on ilmastik maisi kasvatamiseks olnud soodne, kuid risk püsib sellest hoolimata.

Kindlasti pole eelpool väljatoodud põllumajandusvaldkonna riskide ning ebakindluse allikate loetelu kõikehõlmav ega täielik. Kuid siin on kajastatud peamised olulisemad riskid, mis puudutavad enamikke põllumajandusettevõtteid, ent välja on toodud ka ainult EL põllumajandustootjaid iseloomustavad eripärad. Seda, kuidas eelpool välja toodud põllumajandusettevõtete eripärad võivad mõjutada empiirilise uuringu läbi viimist ning kuidas neist tulenevat ebakindlust vähendada, on analüüsitud empiirilise uuringu võimalike probleemide alapeatükis.

2. PÕLLUMAJANDUSETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEKS SOBIVA MEETODI RAKENDAMINE

2.1. Ettevõtte tegevuskeskkonna ning Eesti põllumajandussektori analüüs

Euroopa Komisjoni (European Economic ...: 139-140) 2013. a talvises Euroopa majandusprognoosi dokumendis tuuakse ära ootused nii Euroopa kui ka kogu maailma makromajanduslike muutuste kohta. Euroopa Komisjon prognoosib, et maailma majandus kasvab 2013. aastal 3,2% ning 2014. aastal tõuseb majanduskasv 3,9% peale. Samas kui Euroopa Liidu majanduskasvuks prognoositakse 2013. aastal 0,1% ning 2014. aastal 1,6%. Euroopa Keskpank (ECB staff ...: 1) prognoosib oma 2013. a veebruarikuu euroala ülevaates, et aastane reaalne SKP muutus on 2013. aastal -0,9% ja -0,1% vahel ning tõuseb 2014. aastaks 0-2% peale. 2013. aastaks prognoositakse euroala inflatsioonimääraks 1,2%-2% ning see peaks vähenema 2014. aastaks 0,6%-2% peale.

Eesti Statistikaameti andmetel kasvas Eesti SKP 2012. aastal võrreldes 2011. aastaga 3,2%. (2012. aastal ...) Eesti Vabariigi Valitsus planeerib riigi eelarvestrateegia dokumendis aastateks 2013-2016, et Eesti SKP reaalkasv jääb 2013. aastal 3% peale ning aastatel 2014-2016 tõuseb 3,4-3,5% peale aastas (Riigi eelarvestrateegia ...: 32). Eesti Pank (Eesti majandus ...) prognoosib, et 2013. aastal on Eesti oodatav majanduskasv 3,0% ja 2014. aastal 4,0%.

Euroala keskpankade koostöös valminud prognoosi järgi pöördub euroala majanduskasv positiivseks aastal 2014. Seni on hinnakasv euroalal olnud kiirem kui seatud inflatsioonieesmärk (veidi alla kahe protsendi keskpikas perspektiivis). Alla kahe

protsendi langeb euroala inflatsioonimäär aastal 2013. Turgudel oodatakse, et intressimäärad jäävad euroalal rekordmadalaks, stimuleerides piirkonna majanduskasvu (Eesti majandus ...).

Üheks väga oluliseks intressimääraks ettevõtete jaoks, kes on endale finantskohustusi võtnud, on EURIBOR. EURIBOR on Euroopa Keskpanga rahaturu instrument, mida kasutatakse baasintressina nii pankadevaheliseks kui ka pankade poolt klientidele laenamiseks. Enamik laenu- ja liisingulepingutest sõlmitakse sellisena, et üheks laeuintressimäära komponendiks on 6 kuu EURIBOR. Kuna ka uuritava ettevõtte enamik laenu- ja liisingulepingud sisaldavad 6 kuu EURIBORi ühe laeuintressi komponendina, võrreldaksegi siinkohal 6 kuu EURIBORi muutust 2008.-2013. aastatel (Euribor intrest ...) iga aasta märtsikuu alguse seisuga ning tulemused on toodud tabelis 2.1.

Tabel 2.1 6 kuu EURIBORi intressimäär 2008.-2013. aastatel iga aasta märtsikuu alguses (autori koostatud)

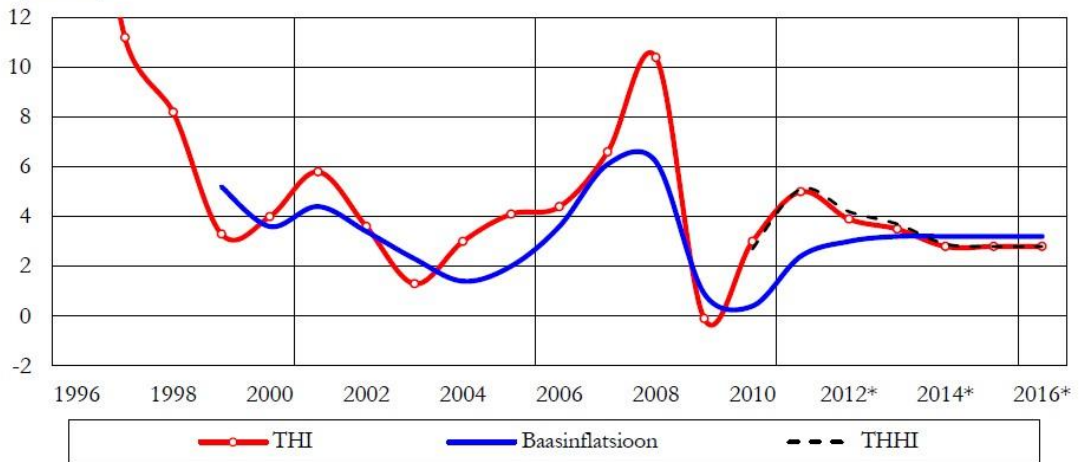
Kuupäev	6 kuu EURIBORi määr
03.03.2008	4,379%
02.03.2009	1,919%
01.03.2010	0,959%
01.03.2011	1,382%
01.03.2013	1,267%
01.03.2013	0,328%

Nagu ülaltoodud tabelist selgub, on 6 kuu EURIBOR langenud 2008. aasta 03. märtsi 4,379% pealt 2013. aasta 01. märtsiks 0,328% peale. EURIBORi muutust tuleb arvesse võtta ka uuritava ettevõtte laeuintressimäära prognoosimisel prognoosiperioodiks.

Tarbijahinnad tõusevad 2012. aastal 3,9%, 2013. aastal 3,5% ning järgnevatel aastatel stabiliseerub kasv 2,8% juures. (Rahandusministeeriumi 2012 ...: 26) Eesti inflatsioonitaseme muutused aastatel 1996-2016 on ära toodud joonisel 2.1 lk 48. 2013.-2014. aastatel inflatsioon aeglustub, langedes 3,6%-ni aastal 2013 ja 2,4%-ni aastal 2014. (Eesti majandus ...).

Eesti inflatsioon

(protsenti)



Allikas: Eesti Statistikaamet, Rahandusministeerium, Eurostat.

Joonis 2.1 Eesti inflatsioonitase 1996.-2016. aastatel (Eesti Statistikaamet, Rahandusministeerium, Eurostat)

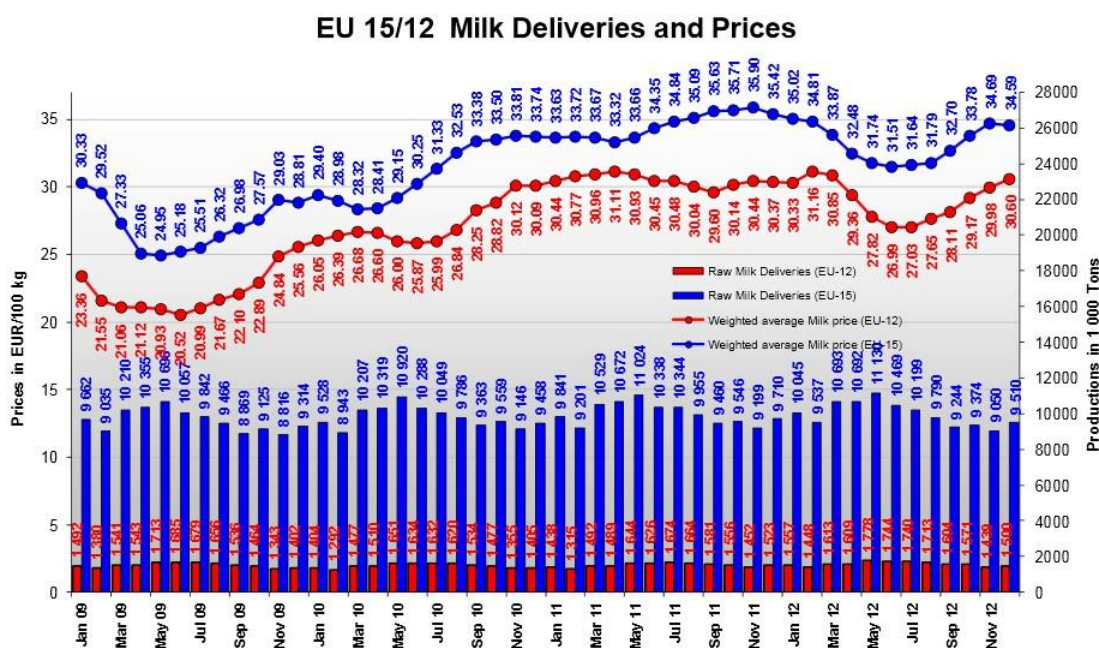
Rahandusministeerium toob välja oma 2012. a suvises majandusprognosis, et ettevõtete majandusolukorra paranemine on võimaldanud tõsta töötajate palkasid ning 2012. aastal ulatub keskmise kuupalga kasv 5,6%-ni.. 2013. aastal ulatub keskmise palga kasv 5,5%-ni ning prognoosiperioodi lõpuks ehk 2016. aastaks jõuab palgakasv 6%-ni. (Rahandusministeeriumi 2012 ...: 31). Riigi eelarvestrateegias (2012: 26) tuuakse välja, et Eestis on 2012. aastaks kokku 48 maavalda umbes 50 000 elanikuga, mille rahvastik on kahanenud viimase 50 aasta jooksul vähemalt poole võrra või vähemalt 1% aastas viimase kümnendi jooksul. Rahvaarvu kahanemine nõrgestab ka ettevõtluseeldusi. Kuna maapiirkondades rahvaarv väheneb, siis raskendab see põllumajandusettevõtetel tööjõu leidmist. See omakorda survestab veelgi põllumajandusvaldkonna ettevõtete tööjõukulude kasvu.

2.1.1. Eesti piimandussektori analüüs

Piimandusturg on Euroopa Liidus reguleeritud piimakvootide süsteemiga. Igale EL-i liikmesriigile on kehtestatud rahvuslik piimakvoot, mida jagatakse oma farmerite vahel. Millal iganes EL liikmesriik ületab endale määratud piimakvooti, tuleb neil tasuda trahvi, mille maksavad kinni kõik need piimatootjad, kes ületasid enda isiklikku piimakvooti.

2009. aastal otsustati, et EL liikmesriikidele suurendatakse iga aasta piimakvooti 1% võrra, et vähehaaval suurendada toodetavat piimakogust. See peaks valmistama piimakarjaskasvatajaid ette selleks, et alates 2015. a 1. jaanuarist kaotatakse EL-s piimakvoodid, mis senini on piiranud mitmetes riikides piimatootmistahte (Näiteks: Iirimaa, Prantsusmaa, Itaalia jne) (Milk quota 2012).

Joonisel 2.2 on esitatud graafik EL liikmesriikide poolt 2009. a jaanuar-2012. a november toodetud toorpiimakoguste ning –kokkuostuhindade kohta. Joonisel on eraldi välja toodud sinise värviga EL-i esialgu kuulunud 15 liikmesriigi ning punase tooniga hiljem liitunud 12 uue liikmesriigi, sh ka Eesti, andmed. Nagu jooniselt näha võib, on EL-s toodetud toorpiimakogus püsinud 2010.-2012. aastatel küllaltki stabiilne, sest paljudes suuremates piimatootmistahtudega riikides piirab edasist kasvu EL-i poolt kehtestatud piimakvoot.



Joonis 2.2 2009. a jaanuar-2012. a november Euroopa Liidu 15 vana ja 12 uue liikmesriigi toodetud toorpiimakoguste ning –hindade võrdlus (Euroopa Komisjon)

Samas on ka selliseid liikmesriike, kes ei suuda praegu piimakvooti täita ning kelle puhul pole see saanud takistavaks teguriks piimatootmistahte suurendamisel (N: Eesti). Eeldada võib, et pärast 2015. aastat hakkab piimatootmine EL-s suurenema, kuid selle suurenemise tempot on raske prognoosida. Ent arvestades seda, et suurematel

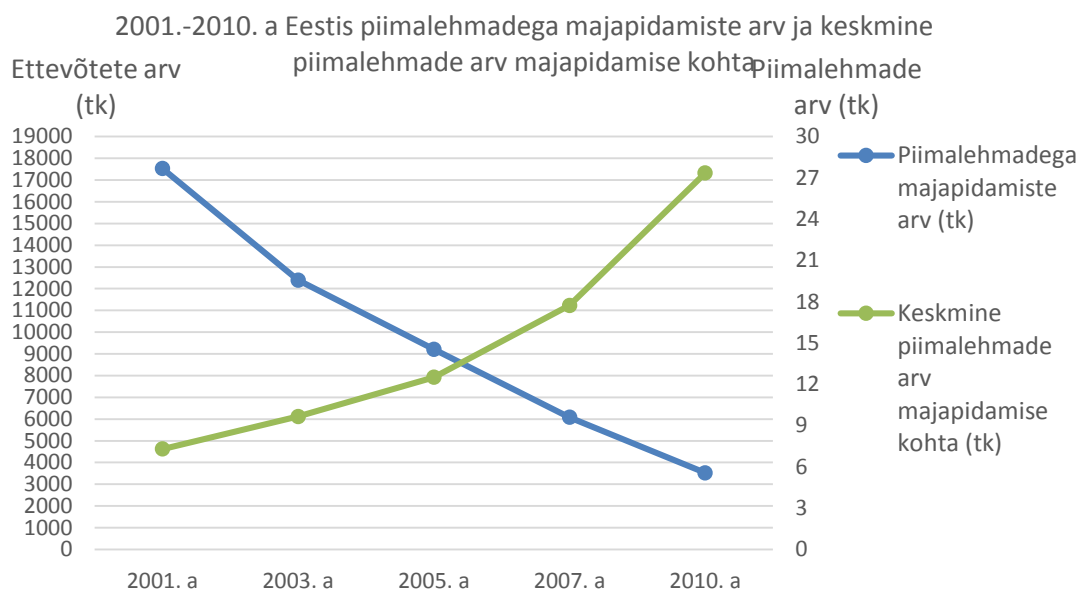
piimatootmismahutudega riikidel on olnud piimakvoodid takistavaks teguriks, on oodata EL-s piimatootmismahu suurenemist pärast 2015. a algust.

Teine peamine erinevus esialgu EL-i kuulunud liikmesriikide ja hiljem liitunud vahel on suured püsivad hinnaerinevused toorpiima kokkuostuhindades. See tuleneb peamiselt sellest, et esialgu EL-i kuulunud liikmesriikides on suurte tootmismahutudega piimakombinaadid ning pikaajalise ajalooga piimaühistud, kelle omanduses need suured tööstused on. Prognoosides järgnevate aastate piimandussektori muutusi, peab käesoleva magistritöö autor tõenäoliseks, et samasugused hinnaerinevused püsivad ka edasi.

Eesti piimakarjakasvatajad tootsid 2011/2012 kvoodiaastal üle 636 tuhande tonni toorpiima, mis moodustab riigile kinnitatud piimatootmiskvoodist 93,7%. See on kõrgeim kvoodi täituvuse protsent ning suurim toodetud piimakogus alates 2004. aastast, mil Eestis on piimakvoote rakendatud. Arvestuslik piimakvoodi aasta on ajavahemik 1. aprillist kuni järgmise aasta 31. märtsini. Euroopa Komisjoni kinnitatud kvoot Eesti piimatoodangule 2011/2012. kvoodiaastaks oli 679,3 tuhat tonni ning 1027 kvoodiomanikule oli individuaalselt kvote välja jagatud 647,8 tuhande tonni piima tootmiseks. Piima tegelik toodetud kogus – 636,6 tuhat tonni – on üle 30 tuhande tonni suurem kui eelnenud kvoodiaastal (Eestis toodeti ... 2012). Eestis on tendents piimatootmismahutude suurenemiseks, kuid järgnevatel aastatel võib prognoosida selle kasvukiiruse langust ning selle peamised põhjused tuuakse ära edasise piimandussektori analüüsi käigus.

2010. aastal viidi Eesti Statistikaameti poolt läbi järjekordne põllumajandusloendus ning sellest selgus, et Eestis oli 2010. aastal 19 600 põllumajanduslikku majapidamist, kellest 5% andis kolmveerandi kogu riigi põllumajandustoodangust. Ligi 900 suurmajapidamise valduses oli üle poole (55%) põllumajandusmaast ja 83% loomakasvatusest. (Põllumajandusloenduse lõplikud ...). Joonisel 2.3 lk 51 on esitatud Eestis 2001.-2010. a jooksul läbi viidud põllumajandusloenduste andmetel koostatud graafik piimalehmadega majapidamiste arvu ning keskmise lehmade arvu majapidamise kohta muutused. Põllumajandusloenduste statistika näitab selget trendi Eesti põllumajanduses, kus suuremad piimatootmisüksused muutuvad veelgi suuremateks ning väikemajapidamised lõpetavad piimakarjakasvatusega tegelemise. Selle tulemusel ei suurene Eestis loomade

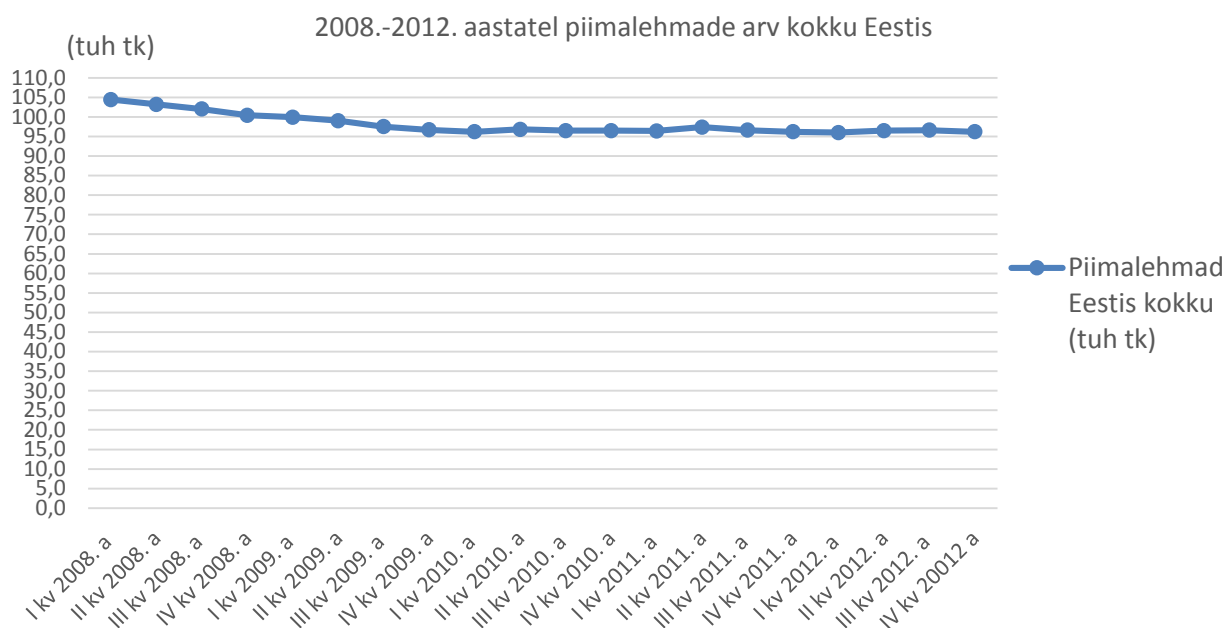
koguarv ega väga palju ka toodetav toorpiimakogus, vaid lihtsalt toimub piimatootmise kontsentreerumine suurfarmide kätte.



Joonis 2.3 2001.-2010. a Eesti piimalehmadega majapidamiste arv ja keskmine piimalehmade arv majapidamise kohta (autori koostatud)

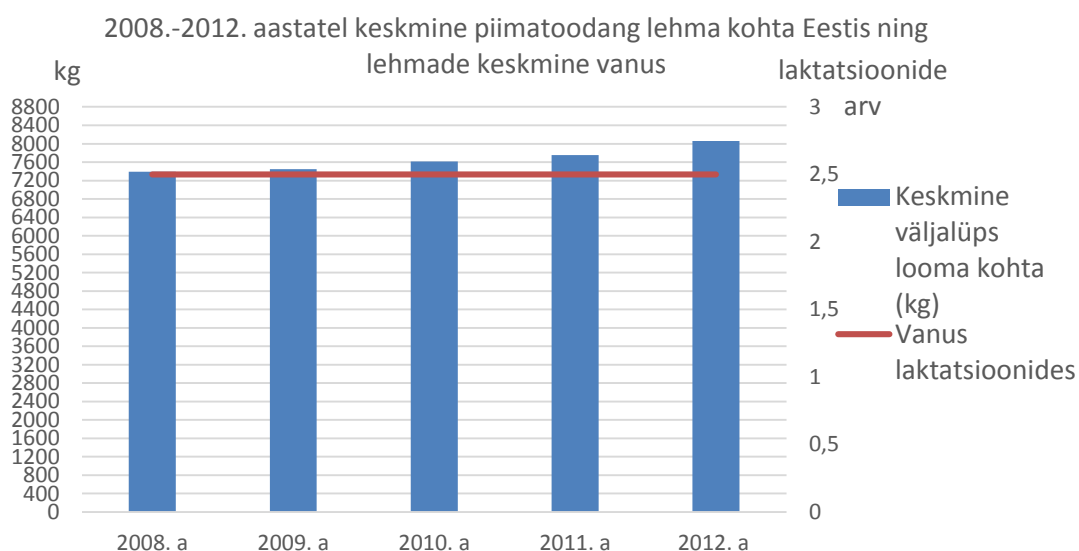
Kuigi Eestis toodetava toorpiima tootmismahud on viimastel aastatel suurenenud ning oleme täitnud üha suuremas ulatuses meile eraldatud piimakvooti, on Eestis lehmade arvukus samal perioodil püsinud küllaltki stabiilne. Eesti piimalehmade arvu muutused 2008.-2012. aastatel kvartalite lõikes on esitatud joonisel 2.4 lk 52. Seal kajastatud andmetest selgub, et 2009. aastaks vähenes Eestis lehmade arv võrreldes 2008. aastaga ligemale 8000 lehma võrra. See oli tingitud paljude ettevõtete sundvalikutest, kuna toorpiima kokkuostuhind sellel perioodil langes peaaegu 2 korda võrreldes 2008. aastaga ning toorpiima väljamüügihind jäi alla tootmise omahinna. Ning pärast seda loomade arvukuse vähenemist on lehmade arv Eestis püsinud umbes 96000 lehma juures alates 2009. a lõpust kuni 2012. a lõpuni.

Suuremad piimatootmisüksused muutuvad küll suuremateks, piimalehmade arv püsib samas suurusjärgus, toodang lehma kohta suureneb ning seetõttu ka Eesti riigi toorpiima kogutoodang. Kuid kogu piimandussektori seisukohast on see pigem negatiivne trend, et Eestis ei suurene lehmade arv. Eesti piimatoodangu kasv tulenebki peamiselt ainult lüpsilehmade väljalüpsi suurenemisest.



Joonis 2.4 2008.-2012. a kvartalite lõikes piimalehmade arv kokku Eestis (autori koostatud)

Joonisel 2.5 on toodud ära keskmise piimatoodangu muutus Eestis lehma kohta 2008.-2012. aastatel. Lehma kohta suurenenud piimatoodangu juures on suudetud loomade keskmist vanust hoida samal tasemel, mis on positiivne näitaja. Laktatsioonid näitavad seda, et kui mitu aastat keskmiselt lehm püsib karjas pärast esimest korda lüpsile tulekut.



Joonis 2.5 2008.-2012. aastatel keskmine piimatoodang lehma kohta Eestis ning lehmade keskmine vanus (autori koostatud)

Neid muutusi ning trende tuleb kindlasti arvesse võtta ka ettevõtte väärtuse hindamise juures. Loomade arvu suurenemine farmi ning toodangu suurenemine lehma kohta on muutused, millega tuleb kindlasti arvestada. Kuid üha enam hakkavad ka suured piimafarmid panema rõhku peale toodangu suurendamise looma keskmise eluea pikenemisele. See peaks viima selleni, et suured piimafarmid suudavad piisavalt ise peale kasvatada endale karja täienduseks noorloomi. Kuid loomade eluea pikenemise jaoks on vaja saavutada optimaalne piimatoodang lehma kohta ning see kindlasti hakkab mõjutama ka keskmist piimatoodangut lehma kohta. Võib eeldada, et lähiaastatel piimatoodangu kasv lehma kohta aeglustub.

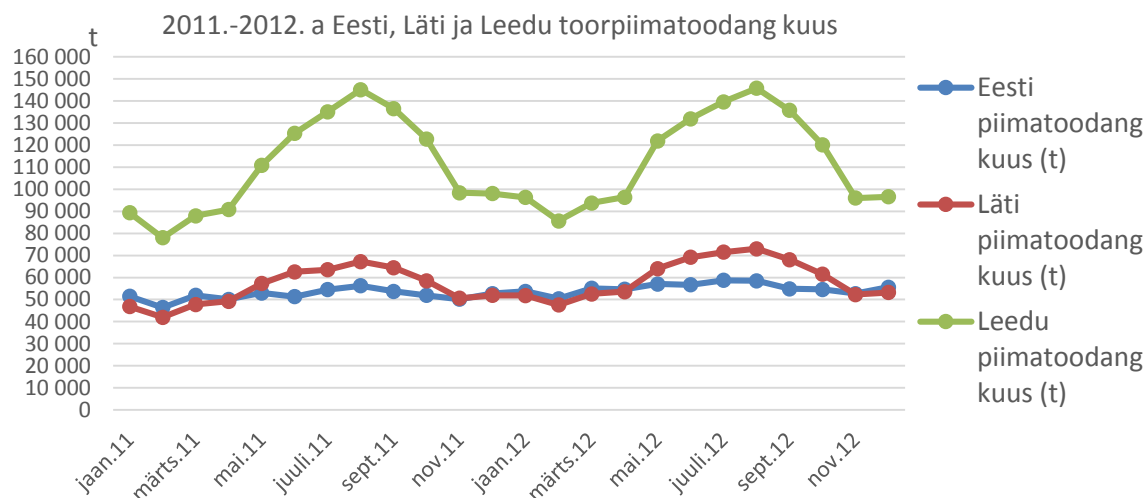
Tabelist 2.2 võib näha, et 2008.-2012. aastatel on suurenenud Eestis toodetud toorpiimakogus ning Eestis toodetud toorpiim on väga kõrge kvaliteediga, millest ligemale 98% kuulub eliit või kõrgemasse sorti. See on ka üks peamisi põhjuseid, et miks Eesti toorpiima Lätis ja Leedus väga kõrgelt hinnatakse ning miks Eesti toorpiima neisse riikidesse eksporditakse.

Tabel 2.2 2008.-2012. aastatel Eestis toodetud toorpiimakogused kokku ning eliit ja kõrgema sordi toorpiima osatähtsus kogu Eesti toorpiimatoodangust (autori koostatud)

Aasta	Toodetud toorpiim kokku Eestis (tuh t)	Eliit ja kõrgema sordi osatähtsus kogu Eesti toorpiimatoodangust (%)
2008. a	605,9	96,37%
2009. a	612,3	98,24%
2010. a	621,1	97,75%
2011. a	642,3	98,61%
2012. a	665,1	97,85%

Teiseks peamiseks Eesti piimandussektori suureks plussiks on Eesti toorpiima tootmise stabiilsus. See tuleneb sellest, et Eesti piimatootmisettevõtted on viinud oma piimatootmise sellisele tasemele, et suuri toodangukõikumisi aastaringelt ei esine. Joonisel 2.6 lk 54 on ära toodud Eestis, Lätis ja Leedus toodetud toorpiimakogused 2011.-2012. aastatel kuude lõikes. Eestis toodetav toorpiimakogus on aastaringi suhteliselt stabiilne. Lätis on olemas väike sessoonne piimatootmise suurenemine suvekuudel, kuid Leedus varieeruvad piimatootmismahud peaaegu 2 korda aasta jooksul. Kuna Leedus

paiknevad Balti riikide suurimad piimatööstused, siis selline toodangu volatiilsus on neile suureks probleemiks. Seetõttu on nii Eestis kui ka Lätis toodetav toorpiim neile väga olulise tähtsusega tootmissisend.



Joonis 2.6 2011.-2012. a Eesti, Läti ja Leedu toorpiimatoodang kuus (autori koostatud)

Eesti keskmine toorpiima kokkuostuhind perioodil 2008. jaanuar-2012. a detsember kuude lõikes on esitatud lisa 3. Esitatud tabelist võib näha toorpiima kokkuostuhinna kõikumisi antud perioodil. Kõige kõrgem toorpiima kokkuostuhind on olnud vaadeldud perioodil ligemale 335 €/t kohta ning samas kõige madalam oli hind 2009. a suvel, kui see langes ligemale 190 €/t kohta. Toorpiimahind on olnud väga volatiilne ning seda tõestas taaskord ka 2012. a kevad ja suvi, mil Eesti keskmine toorpiima kokkuostuhind langes 2012. a jaanuarikuu 329 €/t pealt juulikuuks 273 €/t kohta. Kõigest poole aastaga vähenes toorpiimahind ligemale 17%. Eesti, Läti ja Leedu 2008.-2012. a aritmeetilised keskmised toorpiima kokkuostuhinnad kuude lõikes on esitatud tabelis 2.3 lk 55. Balti riikidest kõige kõrgem toorpiima kokkuostuhind on olnud Eestis. Kõige madalam on olnud toorpiima kokkuostuhind Leedus. Lätis on olnud toorpiima kokkuostuhind kallim kui Leedus aga odavam kui Eestis. Võib prognoosida, et samasugused trendid jätkuvad ka lähiaastatel.

Tabel 2.3 2008.-2012. a Eesti, Läti ja Leedu aritmeetilised keskmised toorpiima kokkuostuhinnad (autori koostatud)

Aasta	Eesti toorpiima keskmine kokkuostuhind (€/t)	Läti toorpiima keskmine kokkuostuhind (€/t)	Leedu toorpiima keskmine kokkuostuhind (€/t)
2008. a	296,4	276,4	254,5
2009. a	210,1	186,6	182,4
2010. a	277,1	251,1	251,4
2011. a	322,7	293,5	288,1
2012. a	300,0	276,3	265,3

Tabelis 2.4 on ära toodud Eesti Statistikaameti andmed põllumajandussaaduste tootmise vahendite ostuhinnaindeksi muutuse kohta aastatel 2008-2012. Tootmisisendite hinnad on samuti muutunud 2008.-2012. aastate lõikes küllaltki suures ulatuses, kuid need muutused on toimunud peamiselt toorpiima kokkuostuhindadega samasuguses trendis.

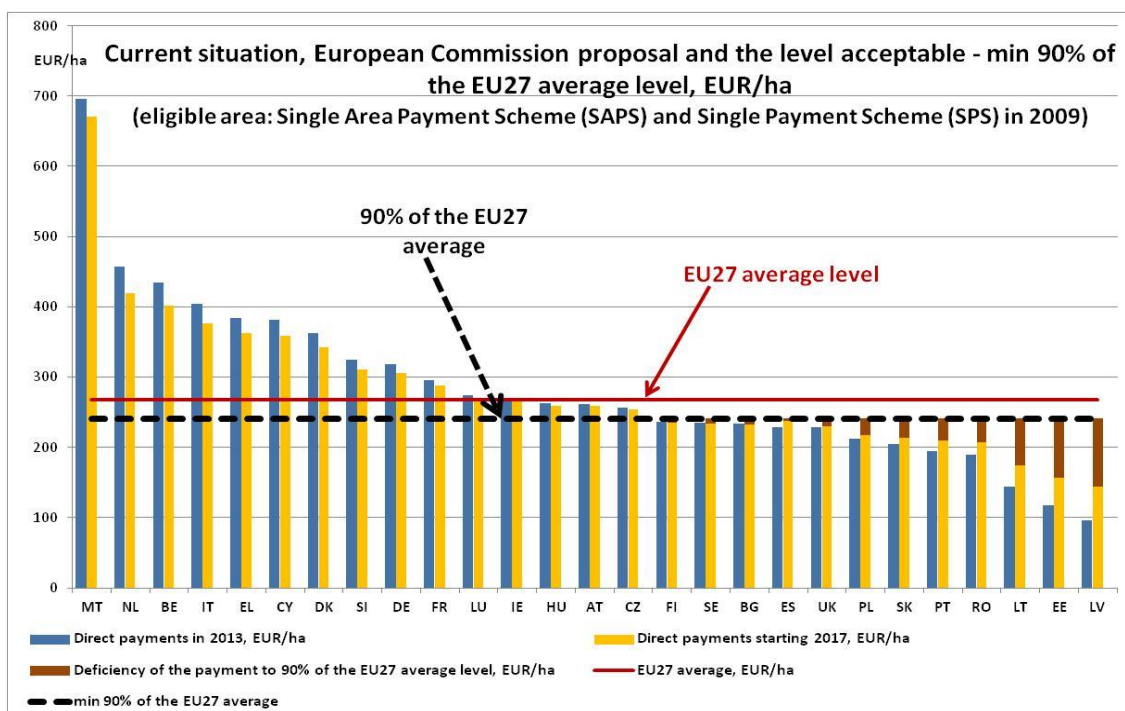
Tabel 2.4 Põllumajandussaaduste tootmise vahendite ostuhinnaindeksi muutus võrreldes eelmise aastaga protsentides (Eesti Statistikaamet)

	2008	2009	2010	2011	2012
Põllumajanduses jooksvalt tarbitavad kaubad ja teenused	17,75	-10,3	3,14	16,45	5,33
seeme	11,99	-9,5	-12,37	13,72	2,08
energia, kütus, määrdeained	17,39	-10,21	13,14	14,25	10,84
väetis ja pinnaseparandaja	61,07	4,77	-11,2	19,96	1,31
taimekaitsevahendid	5,77	7,05	-1,67	0,24	0,14
veterinaarkulud	1,41	0,29	-0,92	6,4	2,87
loomasööt	18,63	-17,2	2,57	23,33	4,45
seadmete hooldus, remont ja materjalid	4,19	1,17	6,28	5,55	4,32
ehitiste hooldus ja remont	4,39	-8,7	-2,64	3,03	6,91
muud kaubad ja teenused	5,87	3,97	2,55	0,82	2,17
Põllumajanduslike investeeringute kaubad ja teenused	-1,46	-1,66	-0,11	3,03	1,27

Euroopa Liidus makstakse ühisest eelarvest EL-i põllumeestele põllumajandustoetusi, mis sellel eelarveperioodil – 2007.-2013. aastatel – moodustas umbes 43% kogu EL-i eelarvest. Makstavad põllumajandustoetused jagunevad kahte sambasse: esimesest sambast makstakse otsetoetusi kõigile EL-i põllumeestele ning teisest sambast makstakse

EL-i põllumeestele toetusi läbi riiklike makseagentuuride, mille aluseks on riiklike maaelu arengukavade koostatud toetusmeetmed. Eestis on koostatud teise samba rahade kasutuseks MAK 2007-2013 ning seal on välja toodud erinevad toetusmeetmed. Eesti makseagentuuriks on PRIA.

Euroopa Liidus makstakse põllumajandustootjatele otsetoetusi, milleks on ühtne pindalatoetus. Seda makstakse põllumajandustootja poolt kasutatava põllumaa pindala järgi. Joonisel 2.7 on ära toodud EL liikmesriikide kaupa 2013. a makstavad ÜPT suurused. Graafikult on näha, kui suures ulatuses otsetoetused EL liikmesriigiti varieeruvad. Kõige madalam on ühtne pindalatoetus Balti riikide põllumajandustootjatele. Eesti põllumajandustootjatest madalam otsetoetuste tase on vaid Läti põllumajandustootjatel.



Joonis 2.7 2013. a ühtse pindalatoetuse suurused Euroopa Liidu liikmesriikides (Euroopa Komisjon)

Hetkel on veel Euroopa Parlamendi poolt kinnitamata järgmise EL-i eelarveperioodi aastateks 2014-2020 EL-i põllumajandustoetuste suurused. See teema võetakse päevakorda 2013. a mai lõpus toimuval Euroopa Parlamendi istungil ning kuigi Euroopa Ülemkogu on oma otsused 2013. a veebruaris teinud, on vaja neile ka Euroopa Parlamendi heakskiitu.

2013. a veebruarikuu Euroopa Ülemkogu istungil otsustati, et Eesti otsetoetused suurenevad aastaks 2020 75% peale EL-i keskmisest ehk 196 €-le hektari kohta. Kuigi on teada, et eeldatavalt Eesti toetused peaks kasvama 2020. aastaks 196 € peale hektari kohta, pole hetkel veel selge, et millise kasvutempoga selle tasemeni jõudmine kulgeb. 2013. aastal oli Eesti põllumajandustootja jaoks ühtse pindalatoetuse suurus näiteks 108 €. Samuti pole täpselt selge veel, et läbi milliste erinevate toetusmeetmete see toetussumma 196 € hektari kohta põllumajandustootja jaoks kujuneb. Hetkel valitsev teadmatus EL põllumajandustoetuste osas järgmisel eelarveperioodil muudab ka ettevõtte väärtuse hindamisel selle aspektiga arvestamise keeruliseks.

Jõudmine 196 € tasemeni hektarilt oli tänastes tingimustes kindlasti parim võimalik lahendus Eesti põllumajandusministri Helir-Valdor Seedri sõnade kohaselt. 2014. aasta toetuste vähenemine on võimalik katta maaelu arengu vahendite arvelt, kuhu Eesti sai algse pakkumisega võrreldes juurde 50,7 miljonit eurot (Laan). See tähendab seda, et Eesti hektaripõhine otsetoetus püsib 2012.-2014. aastatel täpselt samas suuruses.

Põllumajandussektori analüüsi käigus uuriti Eesti piimatootmise viimaste aastate muutusi ning prooviti nende baasilt prognoosida ka järgmistel aastatel eesootavaid arenguid. Üha enam räägitakse ühtsest Balti riikide piimaturust ning kindlasti on vaja Eesti piimandussektori analüüsimisel arvestada muutustega ka Läti ja Leedu piimandussektoris. Seetõttu on ka analüüsiosas võrreldud Eesti piimandussektorit nende kahe riigiga. Kõige suuremaks ebakindlust ja teadmatust tekitavaks valdkonnaks põllumajandussektoris on hetkel EL-i põllumajandustoetused järgmisel EL-i eelarveperioodil. See muudab nende arvessevõtmise ettevõtte väärtuse hindamisel keeruliseks ning nende suuruste prognoosimise küllaltki subjektiivseks. Kuid samas selleks, et leida põllumajandusettevõtte väärtus, tuleb toetused hindamisse kaasata. Üheks võimaluseks EL-i põllumajandustoetuse mõju hindamiseks põllumajandusettevõtte väärtusele, on ettevõtte hindamise lõppfaasis läbi viia nende kohta sensitiivsusanalüüs. Ning teiseks peamiseks riskiallikaks EL piimatootjatele on võimalikud eesootavad muutused EL piimatootmises alates 01.01.2015 pärast piimakvootide kaotamist, mida ei osata hetkel ette prognoosida.

2.2. Kohala SF OÜ tutvustus

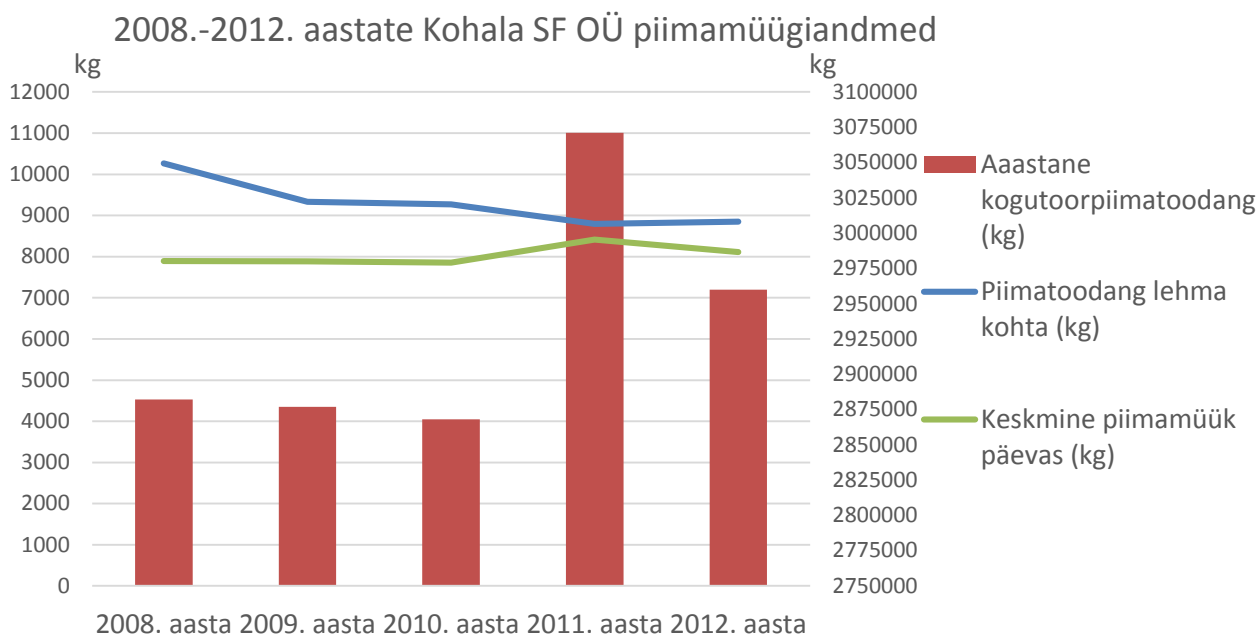
Uuritavaks ettevõtteks valiti Kohala SF OÜ, kuna töö autor on selle ettevõttega oma igapäevatoos palju kokku puutunud ning omab selle ettevõtte tegevusest põhjalikku ülevaadet. Lisaks on töö autor alates 2013. a algusest aidanud ettevõttel välja töötada erinevaid finants- ja tootmisjuhtimise abivahendeid, mille protsessi käigus on põhjalikult tundma õpitud ettevõtte ärimudelit ning äritegevuse protsesse.

Kohala SF OÜ on asutatud 1993. aastal ning ettevõtte on asutamisest alates tegelenud peamiselt toorpiimatootmise ning piimakarjakasvatusega. Ettevõttele kuuluv farmikompleks asub Kohala külas Sõmeru vallas Lääne-Virumaal. Kohala SF OÜ 100% osakutest kuulub Karin Vehmanenile ning Kohala SF OÜ juhatusse kuulub Karin Vehmaneni abikaasa Mika Vehmanen. Ettevõttes töötab täiskohaga kokku 2013. a märtsi andmetel 20 töötajat, kelle hulka on arvestatud ka raamatupidaja, farmijuhataja, veterinaararst ning ettevõtte juhataja.

Kohala SF OÜ-l on kokku 2013. a märtsikuu lõpu andmetel 787 piimaveist, kellest 397 on lehmad ning 390 noorloomad. Kuigi hetkel lüpsab Kohala SF OÜ-s 310 lehma, siis 2012. a märtsikuus oli nende arv umbes 330. Ettevõtte planeerib 2014. a alguseks kasvatada lüpsilehmade arvu uuesti vähemalt 330 looma peale. Ettevõtte päevane keskmine toorpiimatoodang on 2013. a märtsikuus umbes 7400-7500 kg. 2012. a märtsis aga toodeti ligemale 9200 kg toorpiima päevas. Päevane toorpiimatoodang on vähenenud nii loomade keskmise toorpiimatoodangu kui ka lüpsvate lehmade arvu vähenemise tõttu.

Ettevõtte eesmärgiks on toota 2014. a märtsikuuks umbes 9500-9600 kg toorpiima päevas. Pikemas viieaastases perspektiivis on Kohala SF OÜ ettevõtte eesmärgiks toota päevas stabiilselt umbes 10600-11000 kg toorpiima olemasolevate piimatootmise võimaluste juures. Ettevõtte eesmärgiks on hoida lüpsilehmade keskmine aastane toorpiimatoodang 8500-8600 kg peal ning proovida pikendada läbi piimatoodangu hoidmise optimaalsel tasemel karjas olevate lehmade keskmist eluiga. See peaks võimaldama ettevõttel endale piisavalt noorkarja peale kasvatada ning hoida karja suuruse ja struktuuri sellisena, nagu ettevõtte on endale eesmärgiks seadnud. Lisaks peaks seeläbi tekkima ettevõttel võimalus alates 2014. aastast hakata taas müüma tiineid mullikaid ekspordiks.

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate keskmine piimatoodang lehma kohta, keskmine toorpiimamüük päevas ning ettevõtte aastase kogu toorpiimatoodangu andmed on esitatud joonisel 2.8.



Joonis 2.8 2008.-2012. aastate Kohala SF OÜ piimamüügiandmed (Vasakul vertikaalteljel on piimatoodang lehma kohta ja keskmine piimamüük päevas ning paremal vertikaalteljel on aastane kogu toorpiimatoodang)

Kohala SF OÜ on müünud 2012.-2013. aastatel lisaks toorpiimale aastas keskmiselt 190-210 pullvasikat, 100-120 praaklehma. Tiinete mullikate müüki 2012.-2013. aastate jooksul ei toimu. Ent ettevõtte eesmärgiks on tulevikus saavutada selline karja taastootmistase, et suudetaks taas alustada tiinete mullikate müügiga. Ettevõtte planeerib harida 2013. a kokku 970 ha põllumaad, millest 700 ha on ettevõtte enda omanduses ning ülejäänud 270 ha renditakse maaomanikelt. Järgmise 8 aasta perspektiivis ei planeerita suurendada ettevõtte kasutuses olevat kogu põllumaapinda, kuid eesmärgiks on suurendada enda omandis oleva põllumaa pindala. Ettevõtte tegeleb haritava põllumaal ainult rohumaaviljelusega ning kogu vajaminev rohusööt varutakse enda poolt. Kõik ettevõtte omandis ja kasutuses olevad põllumaad asuvad maksimaalselt 6-7 km kaugusel farmikompleksist.

Kohala SF OÜ üheks kõrvaltegevusharuks on liiva kaevandamine ning müük. Ettevõtte kaevandab liiva vastavalt sellele, et kuidas on tellimusi ning aktiivselt igapäevaselt selle äritegevusega ei tegeleta. Pigem on tegemist hooajalise äritegevusega, kus peamine tegevus jääb maist kuni septembrini. Ettevõtte sai 2013. a alguses pikendatud liivakarjääri kaevandamisloa ning lubatud liiva kaevandamismaht kokku on Kohala SF OÜ-le kuuluvast karjäärast 670000 tonni. Ettevõtte planeerib 2013.-2020. aastatel kaevandada liiva keskmiselt 20000 tonni aastas.

Teiseks Kohala SF OÜ kõrvaltegevusharuks on elektri- ja soojaenergia tootmine, millega tehakse algust 2013. a suvel, mil käivitatakse farmikompleksi kõrvale rajatud biogaasireaktor, mis suudab toota tunnis 120 KW elektrienergiat ja 140 KW soojaenergiat. Kohala SF OÜ müüb toodetud elektrienergiat võrguettevõtjale. Soojaenergia müügiks on sõlmitud müügileping kõrvalasuva Kohala Mõisaga. Biogaasireaktoris töödeldakse elektri- ja soojaenergia tootmiseks Kohala SF OÜ farmikompleksis kasvavate veiste läga ja tahke sõnnik.

Kohala SF OÜ tegevusaladeks on:

- põllumajanduslik tootmine (piimakarjakasvatus ja piimatootmine, pullvasikate, praakloomade ja tiinete mullikate müük ning põllumajanduslike teenuste pakkumine),
- liiva kaevandamine ning müük,
- elektri- ja soojaenergia tootmine ning müük.

Kogu Kohala SF OÜ toorpiimatoodang müüakse läbi Rakvere Piimaühistu TÜ, mis on Lääne-Virumaal tegutsev piimaühistu, mis koondab 20 erineva suurusega Lääne-Virumaa toorpiimatootjat. Praakloomad ja pullvasikad realiseeritakse läbi Rakvere Lihaühistu TÜ, mis koondab 24 veisekasvatusega tegelevat ettevõtet Lääne-Virumaal. Kohala SF OÜ on mõlema ühistu liige. Müüdavatest elusloomadest ainult tiined mullikad realiseeritakse läbi Eesti Tõuloomakasvatajate Ühistu.

Kohala SF OÜ ettevõtte väärtuse hindamisel tuleb arvestada mitmete eripäradega. Lisaks piimakarjakasvatusele tegeletakse peamise kõrvaltegevusharuna liiva kaevandamisega. Enamikul piimatootmisega tegelevatel ettevõtetel on kõrvaltegevusharuks kas teravilja- ja/või rapsikasvatus, kuid selle ettevõtte puhul liiva kaevandamine ning müük.

Kindlasti üheks omapäraseks teguriks selle ettevõtte puhul on ka see, et 2013. a alguses lõppes biogaasireaktori ehitus ning biogaasireaktor plaanitakse käivitada 2013. a suvel. See tähendab seda, et ettevõtte hakkab oma farmis kasvavate veiste lägast ja tahkest sõnnikust tootma nii elektri- kui ka soojaenergiat. Kogu biogaasijaamas toodetav elektrienergia müüakse ettevõtte poolt võrguettevõtjale, sest ainult siis saab ettevõtte toodetud elektrienergia eest Eesti riigilt taastuvenergiatoetust. Ning seetõttu ostetakse kogu enda poolt tarbitav elektrienergia elektrimüüjalt.

Selle ettevõtte kolmas peamine erinevus enamikest piimakarjakasvatusega tegelevatest ettevõtetest seostub esimese iseärasusega. Kuna ettevõtte ise söödavilja ei kasvata, ostetakse kogu vajalik söödavili ostusöödana sisse. See muudab aga ettevõtte majandustulemused volatiilseks tulenevalt söödavilja sisseostuhindade muutustest. Selle tõttu on suures ulatuses kõikuvad ettevõtte kasumimarginaalid, millele on väga suur mõju ostusöödade hindadel. Piimakarjakasvatusega tegelevatel ettevõtetel moodustab ostusööt umbes 35%-40% ettevõtte kogukuludest. Kuna ostusöödast moodustab suure osa söödavili ning selle hind on olnud viimastel aastatel väga volatiilne, on sellel oluline mõju ettevõtte majandustulemustele.

Kohala SF OÜ ehitas 2007. aastal uue loomakasvatushoone lüpsilehmadele ning lähiaastatel täiendavaid investeeringuid loomakasvatushoonetesse ei planeerita. Võimalikud investeeringud loomakasvatushoonetesse olenevad uue MAK perioodi 2014-2020 investeeingute meetmetest ning kriteeriumitest, mis seatakse toetuse taotlejatele. Kui ettevõttel avaneb võimalus, siis ettevõtte soovib taotleda järgmisel EL eelarveperioodil PRIA toetust loomakasvatushoonete rekonstrueerimiseks ning lüpsitehnoloogia vahetamiseks. Sellisel juhul vahetaks ettevõtte lüpsitehnoloogiat ning läheks praeguselt paralleel lüpsiplatsilt üle karussell robotlüpsiplatsile. Kuid ilma PRIA toetuseta ei planeerita lähiaastatel investeeringuid loomakasvatushoonetesse ega lüpsitehnoloogia vahetamisse.

Küll aga arendatakse edasi pidevalt loomakasvatushoonete kompleksi infrastruktuuri (näiteks püstitati 2012. a suvel 4 söödamahutit söötmise paremaks korraldamiseks). Kindlasti tehakse lähiaastatel ettevõttes täiendavaid investeeringuid masina- ning seadmeteparki.

2.2.1. Võimalikud probleemid empiirilise uuringu läbiviimisel

Empiirilise uuringu läbiviimise käigus võib esineda mitmeid probleeme ja takistusi. Alljärgnevalt püütaksegi neist peamised tuvastada, neid analüüsida ja proovida leida võimalusi, kuidas neid probleeme võiks ennetada. Kindlasti pole siin kajastatud kõiki võimalikke esilekerkivaid probleeme, kuid töö autor on proovinud neist peamised välja tuua.

Vastavalt Raamatupidamise Seaduse § 14-le on iga raamatupidamiskohustuslane kohustatud lõppenud majandusaasta kohta koostama majandusaasta aruande, mis koosneb raamatupidamise aastaaruandest ja tegevusaruandest. Raamatupidamiskohustuslased on ära märgitud Raamatupidamise Seaduse § 2-s, kelle hulka kuuluvad ka eraõiguslikud juriidilised isikud, sh ettevõtte, kelle kohta viiakse läbi empiiriline uuring (Raamatupidamise seadus 2012).

Iga raamatupidamiskohustuslane on kohustatud hiljemalt kuue kuu möödumisel pärast majandusaasta lõppu esitama Äriregistrile majandusaasta aruande. Majandusaasta aruanne tuleb esitada üldiselt hiljemalt aruandeaastale järgneva aasta 30. juuniks. Uuritav ettevõtte peab esitama oma 2012. majandusaasta aruande Äriregistrile hiljemalt 30. juuniks 2013. a. Ent kuna ettevõtte finantsanalüüsi ja väärtuse hindamise käigus kasutatakse ka 2012. majandusaasta aruannet, peab uuritav ettevõtte oma 2012. majandusaasta aruande koostama enne võimalikku lõpptähtaega. Selleks, et uuritava ettevõtte 2012. majandusaasta aruanne koostataks varem, tuleb Kohala SF OÜ juhtkonnaga sellel teemal rääkida.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks prognoositakse ettevõtte järgmise kaheksa aasta – 2013-2020 – tegevustulemusi. Kuna uuritav ettevõtte tegutseb põllumajandusvaldkonnas, kus väljundite ja sisendite hinnad on väga volatiilsed, siis järgmise 8 aasta hindade prognoosimine on väga keeruline. Sisendite ja väljundite hindade prognoosimine võib kujuneda üheks probleemiks ettevõtte tulude ja kulude täpsel prognoosimisel. Sellel võib olla aga oluline mõju ettevõtte väärtuse hindamise tulemusele. Üheks võimaluseks, kuidas neid võimalikke muutusi arvesse võtta, on viia läbi sensitiivsusanalüüs peamiste sisendnäitajate kohta.

Kindlasti raskendab ettevõtte tootmissisendite hindade prognoosimist prognoosiperioodil Eesti elektrienergiaturu avanemine alates 01.01.2013. Selle tõttu kallineb elektrienergia ka uuritava ettevõtte jaoks ning elektrihinna tõusu täpset suurust on järgmisteks aastateks keeruline prognoosida. Samuti on prognoosiperioodi tööjõukulude prognoosimine raskesti etteaimatav, tulenevalt ebakindlusest töötasude kasvutempo ning põllumajandusvaldkonnas piisava tööjõu olemasolu suhtes. Näiteks Salvest AS juhatuse liige Priit Karp prognoosib Salvest AS jaoks 2013. aastal elektrienergia kallinemist umbes 30%, ent kuna ka paljud teised sisendid tõusevad, siis töötajate kollektiivseks palgatõusuks täiendavaid vahendeid ei ole Salvest AS-s ette näha (Paas 2012).

Põllumajandusvaldkonna ettevõtete omapäraks on kindlasti EL-i poolt makstavad põllumajandustoetused. Põllumajandusvaldkonna juhtivaks poliitikaks EL-s on ühtne põllumajanduspoliitika. ÜPP on üks kesksemaid EL-i poliitikaid seetõttu, sest selle kulutuste osas langetatakse otsused EL tasandil ning selleks eraldatakse vajalik eelarve. (Mis on ... 2012).

Praegune EL seitsmeaastane finantsperiood kestab kuni 2013. aastani ning hetkel oodatakse Euroopa Parlamendi otsuseid järgmise EL-i eelarveperioodi kohta. Need otsused mõjutavad ka EL-i poolt makstavate põllumajandustoetuste suuruseid ning empiirilise uuringu läbiviimise ajaks pole nende täpne suurus veel selgunud. Seetõttu tuleks toetuste kohta läbi viia sensitiivsusanalüüs, et tuvastada nende mõju ettevõtte koguväärtusele.

EL-i piimandussektoris toimub suur muudatus 01. jaanuaril 2015. a, kui kaotatakse EL-s piimakvoodid. Piimakvootide kaotamisel tekkiv peamine küsimus on selles, et kui kiiresti ning millistes riikides suureneb piimatootmine ja kuidas ollakse valmis piimatööstuste poolt selle väärindamiseks. Sellest oleneb väga palju ka konkreetselt Eesti piimafarmerite olukord pärast 2015. aastat ning hind, mida enda poolt toodetava ja müüdava toorpiima eest saadakse. Teadmatus EL-i piimandussektorit eesootavatest muutustest pärast piimakvootide kadumist kindlasti raskendab veelgi piimahinna prognoosimist prognoosiperioodiks.

Nagu eelpool välja toodud analüüsist selgub, on ettevõtte väärtuse hindamise protsessis vaja arvestada mitmete võimalike probleemide ja takistustega. Ka diskonteeritud

rahavoogude meetodi teoreetilises peatükis toodi välja meetodi ühe puudusena algandmete olulisust ettevõtte väärtuse hindamise tulemusele. Kuid selleks, et tuvastada erinevate peamiste sisendparameetrite mõju, viiakse nende kohta läbi sensitiivsusanalüüs. Eelnevalt enne ettevõtte väärtuse hindamise juurde asumist avastatud ning teadvustatud võimalikud riskid ning probleemid võimaldavad neid teadlikult arvesse võtta. See peaks hõlbustama nendest tulenevate võimalike probleemide ennetamist ja võimaldama vajalike preventiivsete abinõude rakendamist.

2.3. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete finantsanalüüs

Kvantitatiivse metoodika poole pealt kasutati käesolevas magistritöös empiirilise uuringu läbiviimisel juhtumi uuringut. Konkreetse juhtumina käsitleti Kohala SF OÜ ettevõtte väärtuse hindamist, mille raames teostati finantsaruannete analüüs, koostati ettevõtte rahavoogude prognoos ja *pro forma* aruanded, seejärel hinnati ettevõtte väärtus ning viimase etapina viidi läbi sensitiivsusanalüüs.

Kvalitatiivsest metoodikast kasutati antud empiirilise uuringu läbiviimiseks struktureerimata ning poolstruktureeritud intervjuusid. Struktureerimata intervjuu viidi läbi Eesti Maaülikooli doktorandi Aadi Remmiku. Struktureerimata intervjuu jaoks Aadi Remmikuga ei valmistatud spetsiaalselt küsimustikku ega formuleeritud eelnevalt küsimusi. Intervjuu Aadi Remmikuga toimus telefoni teel ning läbiviidud intervjuust tehti käesoleva magistritöö autori poolt kirjalikke märkmeid. Intervjuu põhjal kirjutas käesoleva magistritöö autor intervjuueeritava soovitusel põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks, mis on välja toodud põllumajandusettevõtte väärtuse hindamiseks sobiva meetodi valimise peatükis.

Poolstruktureerimata intervjuud viidi läbi Kohala SF OÜ juhatuse liikme Mika Vehmaneni ja raamatupidaja Vilja Kallipiga. Kohala SF OÜ juhatuse esimehega kohtuti kokku 4 korda. Esimese kolme kohtumise käigus koostati ühiselt detailsed prognoosid 2013.-2020. aastateks. Viimasel kohtumisel vaadati üheskoos käesoleva magistritöö autoriga üle läbi viidud empiirilise uuringu tulemused ning arutati saadud tulemuste võimalikke rakendusvaldkondi. Kohtumisteks detailsete prognooside koostamiseks oli

magistritöö autor ettevalmistanud eelnevalt juba erinevad abitabelid, mille täitmise järel formuleerisid automaatselt ettevõtte väärtuse hindamise jaoks vajalikud tabelid ning arvutused. Viimasel kohtumisel Kohala SF OÜ juhatuse liikmega võttis magistritöö autor kaasa enda läbi viidud empiirilise uuringu tulemused.

Kohala SF OÜ raamatupidaja Vilja Kallipiga kohtuti ühe korra, et saada vajalikud andmed 2008.-2012. majandusaastate kohta läbiviidava finantsanalüüsi jaoks ning detailsete prognooside koostamiseks 2013.-2020. aastate kohta. Kuigi 2009.-2012. majandusaastate aruanded saadi eelnevalt Kohala SF OÜ raamatupidajalt elektroonselt, analüüsiti neid omavahelisel kohtumisel, et mõista paremini majandusaastate aruannetes sisalduvate andmete sisu. Lisaks saadi poolstruktureerimata intervjuu käigus paber kandjal Kohala SF OÜ raamatupidajalt andmed Kohala SF OÜ laenude tagasimaksegraafikute, laenu intressimäärade ja amortisatsioonikulu kohta. Kuigi Kohala SF OÜ raamatupidajaga poolstruktureerimata intervjuu läbiviimise jaoks ei koostatud eelnevalt küsimustikku, siis käsitlemist vajavad teemad selgusid detailsete prognooside koostamisel koostöös Kohala SF OÜ juhatuse esimehega ning töö autori poolt läbi viidud 2008.-2012. majandusaastate finantsanalüüsi käigus.

Uuringuobjektiks oleva ettevõtte puhul kasutatakse finantsanalüüsi läbiviimiseks 2009.-2012. majandusaastate auditeeritud aruanded, mis saadakse Kohala SF OÜ raamatupidajalt elektroonselt töö autori e-postiaadressile nii pdf-formaadis kui ka Exceli dokumendina. Finantsanalüüsi läbiviimiseks kasutatakse majandusaastate aruannetest põhiliselt 2 peamist finantsaruannet: bilanssi ja kasumiaruannet. Lisaks kasutatakse finantsanalüüsi tarbeks veel majandusaastate aruannetes leiduvaid lisasid.

Finantsanalüüsi läbiviimise eesmärgiks on leida seoseid erinevate finantsaruannete kirjade vahel, mida saaks hiljem kasutada ettevõtte kohta prognooside koostamisel. Finantsanalüüsi esimese etapina teostatakse 2008.-2012. majandusaastate tulemuste suhtarvuanalüüs, kus keskendutakse erinevate rentaablussuhtarvude abil uuritava ettevõtte äritegevuse analüüsimisele. Seejärel tehakse ettevõtte 2008.-2012. majandusaastate bilanssidele ja kasumiaruannetele vertikaal- ja horisontaalanalüüs.

Finantsanalüüsi läbiviimiseks kasutatakse Microsoft Exceli programmi. Exceli programmis horisontaal- ja vertikaalanalüüsi teostamiseks ei kasutata spetsiifilisi Exceli

programmi lisasid ega pakette. Finantsanalüüsi käigus koostatud suhtarvu-, horisontaal- ja vertikaalanalüüsi tulemused lisatakse tabelitena magistritöö empiirilise uuringu osasse ja lisadesse. Nende kohta kirjutatakse sõnaline analüüs käesoleva magistritöö finantsanalüüsi alapeatükki.

Viie majandusaasta tulemuste põhjal on võimalik märgata juba mõningaid trende ja tendentse ning näha ettevõtte äritegevuses toimunud muutusi. Samuti peaks viie aasta pikkune periood kajastama tegevusharus toimunud muudatusi ning peegeldama erinevaid turusituatsioone läbi vaatlusaluse perioodi. Kuna erinevaid suhtarvuid on väga palju, siis valitakse käesoleva magistritöö tarbeks välja vaid mõned peamised rentaablussuhtarvud.

Horisontaal- ja vertikaalanalüüsi käigus saadud tulemusi kasutatakse ettevõtte kohta võimalikult täpsete prognooside koostamiseks. Erinevad joonised, graafikud ning tabelid koostatakse Exceli programmis ning kantakse seejärel Microsoft Wordi dokumenti, kus kirjutatakse neile juurde sõnaline osa.

Käesoleva magistritöö vajadustest lähtuvalt Kohala SF OÜ-lt kogutud andmeid kasutatakse ainult antud magistritöö tarbeks.

2.3.1. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate suhtarvuanalüüsi tulemused

Kohala SF OÜ 2008.-2012 majandusaastate finantsanalüüsi jaoks saadakse vajalikud andmed Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilanssidest ja kasumiaruannetest. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansid on esitatud tabelis 2.5 lk 67 ning sama perioodi kasumiaruanded tabelis 2.6 lk 68.

Tabel 2.5 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ bilansid

	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA					
Raha	851 €	8 077 €	2 842 €	3 341 €	1 057 €
Nõuded ja ettemaksed	94 422 €	48 280 €	27 486 €	69 565 €	20 446 €
Varud	282 931 €	344 962 €	348 179 €	335 815 €	230 972 €
Bioloogilised varad	2 785 €	879 €	1 745 €	1 355 €	4 323 €
Käibevara kokku	380 989 €	402 198 €	380 252 €	410 076 €	256 798 €
Finantsinvesteeringud	5 113 €	5 113 €	5 113 €	5 113 €	5 113 €
Materiaalne põhivara (jäakväärtuses)	1 807 216 €	2 001 707 €	2 031 833 €	1 961 586 €	2 235 128 €
Biloogilised varad	609 373 €	467 444 €	544 998 €	533 092 €	561 373 €
Põhivara kokku	2 421 702 €	2 474 264 €	2 581 944 €	2 499 791 €	2 801 614 €
Aktiva kokku	2 802 691 €	2 876 462 €	2 962 196 €	2 909 867 €	3 058 412 €
PASSIVA					
Lühiajalised laenukohustused	140 759 €	180 139 €	215 914 €	222 946 €	246 151 €
Võlad ja ettemaksed	235 615 €	251 788 €	289 330 €	207 197 €	294 981 €
Lühiajalised kohustused kokku	376 374 €	431 927 €	505 244 €	430 143 €	541 132 €
Pikaajalised laenukohustused	1 001 133 €	1 119 262 €	1 109 193 €	1 117 718 €	1 031 599 €
Sihtfinantseerimine	12 067 €	9 050 €	6 033 €	3 017 €	0 €
Kohustused kokku	1 389 574 €	1 560 239 €	1 620 470 €	1 550 878 €	1 572 731 €
Osakapital nimiväärtuses	65 733 €	65 733 €	65 733 €	65 733 €	65 733 €
Ülekurss	29 700 €	29 700 €	29 700 €	29 700 €	29 700 €
Kohustuslik reservkapital	6 573 €	6 573 €	6 573 €	6 573 €	6 573 €
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1 229 954 €	1 311 112 €	1 214 216 €	1 239 720 €	1 256 983 €
Aruandeaasta kasum (kahjum)	81 157 €	-96 895 €	25 504 €	17 263 €	126 692 €
Omakapital kokku	1 413 117 €	1 316 223 €	1 341 726 €	1 358 989 €	1 485 681 €
Passiva kokku	2 802 691 €	2 876 462 €	2 962 196 €	2 909 867 €	3 058 412 €

Kohala SF OÜ kasumiaruanded on koostatud lähtuvalt kasumiaruande skeemist number 1. Selle kasumiaruande skeemi puhul esitatakse koondreana müüdud toodangu (kaupade, teenuste) kulu. Kuid kuna kulusid on vaja hiljem 2013.-2020. aastate *pro forma* kasumiaruannete jaoks prognoosida, on töö autor jaganud müüdud toodangu (kaupade, teenuste) kulu detailsemalt ettevõtte peamiste suuremate kuluartiklite kaupa. Selleks vajalikud andmed on saadud Kohala SF OÜ 2009.-2012. majandusaastate aruannete lisadest.

Tabel 2.6 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ kasumiaruanded

	2008	2009	2010	2011	2012
Müügitulu	897 623 €	859 252 €	942 258 €	1 141 684 €	1 472 722 €
Muud äritulud	157 423 €	103 178 €	134 294 €	211 087 €	143 065 €
Müüdnud toodangu kulu (muud kulud)	-135 378 €	-60 480 €	-81 465 €	-183 376 €	-350 903 €
Tööjõukulud	-181 939 €	-177 805 €	-171 111 €	-206 474 €	-223 277 €
Amortisatsioonikulu	-158 833 €	-194 236 €	-204 681 €	-205 574 €	-209 435 €
Loomakasvatuskulud	-326 503 €	-445 136 €	-378 991 €	-491 986 €	-491 559 €
Kütuse ja elektrikulu	-79 194 €	-66 454 €	-87 500 €	-115 562 €	-123 893 €
Üldhalduskulud	-25 655 €	-46 331 €	-73 962 €	-31 131 €	-32 788 €
Muud ärikulud	0 €	0 €	0 €	-39 497 €	-3 588 €
Ärikasum (-kahjum)	147 544 €	-28 012 €	78 842 €	79 171 €	180 344 €
Finantstulud ja -kulud	-66 387 €	-68 883 €	-53 339 €	-61 908 €	-53 652 €
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	81 157 €	-96 895 €	25 503 €	17 263 €	126 692 €
Tulumaks	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Aruandeaasta kasum (kahjum)	81 157 €	-96 895 €	25 503 €	17 263 €	126 692 €

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate kohta arvutati välja mõned peamised rentaablusnäitajad, et saada informatsiooni ettevõtte tegevuse tasuvusest vaatlusalusel perioodil. Arvutatud rentaablusnäitajad võimaldavad hiljem ettevõtte 2013.-2020. aastate *pro forma* aruannete põhjal kalkuleeritud samasid rentaablusnäitajaid omavahel võrrelda. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate peamised rentaablussuhtarvud on esitatud tabelis 2.7 lk 69.

Kohala SF OÜ äritegevuse kohta arvutati välja järgmised rentaablusnäitajad:

- ärikasum,
- puhaskasum,
- omakapitali tulusus,
- varade puhastulusus ja
- kaasatud kapitali tulusus.

Ettevõtte äri- ja puhaskasumi näitajad saadi kätte Kohala SF OÜ kasumiaruannetest ning ülejääud kolm suhtarvu arvutati välja, kasutades selleks ettevõtte kasumiaruannetest ja bilanssidest pärinevaid andmeid.

Ärikasum näitab ettevõtte kasumlikkust enne finantseerimise mõju kasuminäitajale ning puhaskasum näitab ettevõtte teenitud kasumi suurust pärast finantseerimise mõjude ja maksude mahaarvestamist.

Ettevõtte omakapitali tulusus arvutatakse välja vastavalt valemile number 1.7. Omakapitali tulususe suhtarv iseloomustab seda, kui suurt tootlust ettevõtte omanikud endapoolt ettevõttesse paigutatud kapitalilt teenivad. Ettevõtte varade puhastulususe leidmiseks kasutatakse valemit number 2.1:

$$(2.1) \text{ Varade puhastulusus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{ettevõtte varad}}.$$

Kaasatud kapitali tulusus iseloomustab ettevõtte poolt teenitud kasumit, millest on võimalik teha väljamakseid nii omanikele kui ka võlausaldajatele. Kaasatud kapitali tulususe arvutamiseks kasutatakse valemit number 1.2. Kõigi kolme suhtarvu arvutamisel kasutati nimetajas toodud näitaja puhul perioodi alg- ja lõppsaldo keskmisi näitajaid, mis peaks andma nende arvutamisel täpsema tulemuse.

Tabel 2.7 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ rentaablusnäitajad

	2008	2009	2010	2011	2012
Ärikasum	147544 €	-28012 €	78842 €	79171 €	180344 €
Puhaskasum	81157 €	-96895 €	25503 €	17263 €	126692 €
Omakapitali tulusus		-7,10%	1,92%	1,28%	8,91%
Varade puhastulusus		-3,41%	0,87%	0,59%	4,25%
Kaasatud kapitali tulusus		-1,08%	2,99%	2,95%	6,60%

Kohala SF OÜ äri- ja puhaskasumi suurused on varieerunud väga suures ulatuses 2008.-2012. majandusaastate jooksul. Ettevõtte teenis 2009. majandusaastal -28012 € ärikahjumit, samas kui 2012. majandusaastal oli ärikasumi suuruseks 180344 €. Kõige suurema ärikahjumiga majandusaasta ning kõige suurema ärikasumiga majandusaasta ärikasumi vahe on olnud 208356 € ehk 7,43 korda. Analoogselt ärikasumi muutustele on muutunud erinevate majandusaastate jooksul ka puhaskasumi suurused. Kohala SF OÜ suurim puhaskahjum oli 2008. majandusaastal, mil see oli -96895 € ning suurim puhaskasum 2012. majandusaastal 126692 €. Ettevõtte puhaskasumi volatiilsus absoluutsuuruses on olnud 223587 €.

Kuna ettevõtte rentablust iseloomustavate suhtarvude leidmiseks kasutatakse ühe sisendnäitajana erineva tasandi kasuminäitajat, on ka kapitali tootlust väljendavad suhtarvud olnud vaatlusperioodil volatiilsed. Seda seetõttu, et ettevõtte kasumlikkus on varieerunud suures ulatuses analüüsitud majandusaastatel. Ettevõtte omakapitali tootlus on varieerunud 2009. majandusaasta -7,1% ja 2012. majandusaasta 8,91% vahel. Sama tendentsi iseloomustab ka varade puhastulususe näitaja, mis on jäänud erinevatel analüüsitud majandusaastatel 2009. majandusaasta -3,41% ja 2012. majandusaasta 4,25% vahele. Kaasatud kapitali tulusus, mis on üks tähtsamaid ettevõtte tasuvust iseloomustavaid suhtarve, on jäänud 2009. majandusaasta -1,08% ja 2012. majandusaasta 6,60% vahele. Ettevõtte 2008. majandusaasta kohta ei arvatud välja kolme rentablusnäitajat, kuna 2007. majandusaasta kohta puudusid vajalikud andmed leidmaks 2007. ja 2008. majandusaastate keskmisi näitajaid.

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate suhtarvuanalüüsist võime järeldada seda, et ettevõtte kasumlikkus on olnud volatiilne 2008.-2012. majandusaastate jooksul. Ent positiivne on see, et ettevõtte on suutnud 2008.-2012. majandusaastate jooksul neljal majandusaastal majandusaasta kasumiga lõpetada. 2009. majandusaasta majandustulemuste suur erinevus teiste analüüsitud majandusaastate tulemustest nii kasumlikkuses kui ka teistes tasuvusnäitajates tuleneb 2009. aasta piimandussektori olukorrast, mil toorpiima kokkuostuhind langes peaaegu 2 korda võrreldes 2008. aastaga.

2.3.2. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete horisontaalanalüüsi tulemused

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside horisontaalanalüüsi tulemused on välja toodud tabelis 2.8 lk 71 ning kasumiaruannete horisontaalanalüüsi tulemused tabelis 2.9 lk 73. Horisontaalanalüüsi puhul võrreldakse mitme erineva perioodi näitajaid ja tuuakse välja aruandekirjete muutused kas rahalisel ja/või protsentuaalsel kujul. Teisisõnu horisontaalanalüüs näitabki iga aruandekirje muutust aastast aastasse (Finantsanalüüs hoiab ...). Kohala SF OÜ kohta läbiviidud horisontaalanalüüsi käigus arvutati välja 2008.-2012. majandusaastate absoluutsed ja protsentuaalsed muutused.

Tabel 2.8 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ bilansside horisontaalanalüüsi tulemused

	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	Absoluut	%	Absoluut	%	Absoluut	%	Absoluut	%
AKTIVA								
Raha (vajalik rahavaru)	7 226 €	849,12%	-5 235 €	-64,81%	499 €	17,56%	-2 284 €	-68,36%
Nõuded ja ettemaksed	-46 142 €	-48,87%	-20 794 €	-43,07%	42 079 €	153,09%	-49 119 €	-70,61%
Varud	62 031 €	21,92%	3 217 €	0,93%	-12 364 €	-3,55%	-104 843 €	-31,22%
Bioloogilised varad	-1 906 €	-68,44%	866 €	98,52%	-390 €	-22,35%	2 968 €	219,04%
Käibevara kokku	21 209 €	5,57%	-21 946 €	-5,46%	29 824 €	7,84%	-153 278 €	-37,38%
Finantsinvesteeringud	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%
Materiaalne põhivara (jääkväärtuses)	194 491 €	10,76%	30 126 €	1,51%	-70 247 €	-3,46%	273 542 €	13,94%
Akumuleeritud kulum								
Biloogilised varad	-141 929 €	-23,29%	77 554 €	16,59%	-11 906 €	-2,18%	28 281 €	5,31%
Põhivara kokku	52 562 €	2,17%	107 680 €	4,35%	-82 153 €	-3,18%	301 823 €	12,07%
Aktiva kokku	73 771 €	2,63%	85 734 €	2,98%	-52 329 €	-1,77%	148 545 €	5,10%
PASSIVA								
Lühiajalised laenukohustused	39 380 €	27,98%	35 775 €	19,86%	7 032 €	3,26%	23 205 €	10,41%
Võlad ja ettemaksed	16 173 €	6,86%	37 542 €	14,91%	-82 133 €	-28,39%	87 784 €	42,37%
Lühiajalised kohustused kokku	55 553 €	14,76%	73 317 €	16,97%	-75 101 €	-14,86%	110 989 €	25,80%
Pikaajalised laenukohustused	118 129 €	11,80%	-10 069 €	-0,90%	8 525 €	0,77%	-86 119 €	-7,70%
Sihtfinantseerimine	-3 017 €	-25,00%	-3 017 €	-33,34%	-3 016 €	-49,99%	-3 017 €	-100,00%
Kohustused kokku	170 665 €	12,28%	60 231 €	3,86%	-69 592 €	-4,29%	21 853 €	1,41%
Osakapital nimiväärtuses	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%
Ülekurss	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%
Kohustuslik reservkapital	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%	0 €	0,00%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	81 158 €	6,60%	-96 896 €	-7,39%	25 504 €	2,10%	17 263 €	1,39%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	-178 052 €	-	122 399 €	126,32%	-8 241 €	-32,31%	109 429 €	633,89%
Omakapital kokku	-96 894 €	-6,86%	25 503 €	1,94%	17 263 €	1,29%	126 692 €	9,32%
Passiva kokku	73 771 €	2,63%	85 734 €	2,98%	-52 329 €	-1,77%	148 545 €	5,10%

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside horisontaalanalüüsi tulemustena tuuakse välja olulisimad absoluutsed ja protsentuaalsed muutused analüüsitud majandusaastate jooksul. Analüüsi käigus välja toodud informatsioonist kasutatakse hiljem 2013.-2020. majandusaastate *pro forma* aruannete koostamiseks.

Ettevõtte suurim rahavaru oli 2009. majandusaasta lõpus, mil see oli 8077 €. Väikseim rahavaru oli aasta varem, mil ettevõtte rahavaru oli vaid 851 €. Kohala SF OÜ rahavaru on jäänud 2008.-2012. majandusaastate jooksul 851 € ja 8077 € vahele. Ettevõtte nõuete maht oli suurim 94422 € 2008. majandusaasta lõpus ning on vähenenud 2012. majandusaasta lõpuks 20446 € peale. Materiaalne põhivara on enamikel majandusaastatel ettevõttel suurenenud ning kasvutempo on jäänud 1,51% ja 13,94% vahele. Ainsaks majandusaastaks, mil ettevõtte materiaalne põhivara vähenes, oli 2011. majandusaasta, kui see vähenes -70247 € ja -3,46% võrra.

Ettevõtte lühiajalised laenukohustused on suurenenud igal majandusaastal ning suurenemine on jäänud 3,26% ja 27,98% vahele. Kõige suurem absoluutne suurenemine on toimunud 2008. majandusaastal võrreldes 2007. majandusaastaga, mil see bilansikirje kasvas 39380 € võrra. Võlad ja ettemaksed bilansikirje puhul tuleks kindlasti tähelepanu pöörata 2010.-2012. majandusaastate jooksul toimunud muutustele. Ettevõtte vähendas enda võlgu ja ettemakseid 2011. aastal võrreldes aasta varasemaga -82133 € ning -28,39% võrra, samas kui 2012. aastaga suurenes see 87784 € ja 42,37%. Seoses lühiajaliste laenukohustuste ja võlgade ning ettemaksete muutustega, on muutunud samas trendis ka lühiajalised kohustused kokku.

Lühiajalised kohustused kokku muutused on jäänud -14,86% ja 25,80% vahele. Aruandeaasta kasumi kõige suurem vähenemine toimus 2009. aastal võrreldes 2008. aastaga, kui see vähenes -178052 € ja -219,39%. Ettevõtte kasumlikkuse volatiilsust iseloomustab ka 2012. majandusaasta aruandeaasta kasumi suurenemine võrreldes 2011. majandusaastaga 109429 € ning 633,89% võrra. Ettevõtte bilansimaht on kasvanud neljal majandusaastal viiest analüüsitust. Bilansimahu kasv on jäänud 2,63% ja 5,1% vahele. Ainsaks bilansimahu vähenemiseks on olnud 2011. majandusaasta vähenemine võrreldes 2010. majandusaastaga -52329 € ja -1,77% võrra.

Tabel 2.9 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ kasumiaruannete horisontaalanalüüsi tulemused

	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	Absoluut	%	Absoluut	%	Absoluut	%	Absoluut	%
Müügitulu	-38 371 €	-4,27%	83 006 €	9,66%	199 426 €	21,16%	331 038 €	29,00%
Muud äritulud	-54 245 €	-34,46%	31 116 €	30,16%	76 793 €	57,18%	-68 022 €	-32,22%
Müüdnud toodangu kulu muud kulud	-74 898 €	-55,33%	20 985 €	34,70%	101 911 €	125,10%	167 527 €	91,36%
Tööjõukulud	-4 134 €	-2,27%	-6 694 €	-3,76%	35 363 €	20,67%	16 803 €	8,14%
Amortisatsioonikulu	35 403 €	22,29%	10 445 €	5,38%	893 €	0,44%	3 861 €	1,88%
Loomakasvatuskulud	118 633 €	36,33%	-66 145 €	-14,86%	112 995 €	29,81%	-427 €	-0,09%
Kütuse ja elektrikulu	-12 740 €	-16,09%	21 046 €	31,67%	28 062 €	32,07%	8 331 €	7,21%
Üldhalduskulud	20 676 €	80,59%	27 631 €	59,64%	-42 831 €	-57,91%	1 657 €	5,32%
Muud ärikulud					39 497 €		-35 909 €	-90,92%
Ärikasum (-kahjum)	-175 556 €	-118,99%	106 854 €	-381,46%	329 €	0,42%	101 173 €	127,79%
Finantstulud ja -kulud	2 496 €	3,76%	-15 544 €	-22,57%	8 569 €	16,07%	-8 256 €	-13,34%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	-178 052 €	-219,39%	122 398 €	126,32%	-8 240 €	-32,31%	109 429 €	633,89%
Tulumaks								
Aruandeaasta kasum (kahjum)	-178 052 €	-219,39%	122 398 €	126,32%	-8 240 €	-32,31%	109 429 €	633,89%

Kohala SF OÜ müügitulu on suurenenud igal majandusaastal pärast seda, kui ettevõtte müügitulu vähenes 2009. aastal võrreldes 2008. aastaga -38371 € ning -4,27% võrra. Alates 2009. aastast on ettevõtte müügitulu suurenenud igal majandusaastal. Ettevõtte müügitulu kasv on jäänud 83006 € ja 331038 € vahele. Protsentuaalselt on olnud kasvumäärad 9,66% ja 29% vahel.

Ettevõtte muud äritulud moodustuvad peamiselt erinevatest põllumajandustoetustest. Ettevõtte muud äritulud on jäänud analüüsitud aastate jooksul 103178 € ning 211087 € vahele. Ettevõtte muude äritulude erinevus on peaaegu kaks korda ning see tuleneb sellest, et oleneb millistest meetmetest ja kui palju on ettevõtte toetust saanud. Ettevõtte 2010.-2012. majandusaastate amortisatsioonikulu on olnud suhteliselt stabiilne, jäädes 204681 € ja 209435 € vahele.

Ettevõtte tööjõukulud vähenesid nii 2009. aastal 2008. aastaga võrreldes kui ka 2010. aastal 2009. aastaga võrreldes ning vastavad protsentuaalsed muutused olid -2,27% ja -3,76%. Pärast 2010. aastat on tööjõukulud suurenenud aga järgnevatel aastatel 8,14%-

20,67% võrra. 2011. aastal suurenes tööjõukulu 2010. aastaga 20,67% seetõttu, et palgatasemed viidi tagasi samale tasemele, mis oli enne 2009. aasta palgakärpeid.

Kütuse ja elektrikulu kokku on suurenenud 2009. aastast alates kuni 2012. majandusaastani 7,21% kuni 32,07% aastas. Ettevõtte loomakasvatuskulud on 2011.-2012. majandusaastatel olnud stabiilselt paigas, vähenedes 2012. majandusaastal võrdluses 2011. majandusaastaga vaid -429 € ja -0,09%. Loomakasvatuskuludest suurima osa moodustavad söödakulud. Müüdnud toodangu kulu (muud kulud) on kasvanud kiiresti, tõustes 2010. majandusaasta 81465 € pealt 2012. majandusaastaks 350903 € peale.

Osalt on selle kuluartikli tõus tulnud liiva kaevandamise mahtude suurenemisest, mis on tinginud suurema vajaduse kaevandamisteenust sisse osta. Kuid sellele kulureale on pandud ka biogaasireaktoriga seonduvad ehituskulud, mis hetkel on juba tehtud, kuid mille eest toetust saadakse alles 2013. majandusaastal. Ettevõtte finantskulud on langenud 2012. majandusaastaks 53652 € peale 2010. majandusaasta 68883 € pealt. Kindlasti on sellele olnud oluline mõju 2012. aastal väga madalale tasemele langenud 6 kuu EURIBOR-i intressimääral, mis on vähendanud ettevõtte poolt finantskohustustelt makstavaid intresse.

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate finantsaruannete analüüsist näeme, et ettevõtte omanik pole ettevõttest vaadeldud perioodil kasumit dividendidena välja võtnud. Ettevõtte puhaskasum (-kahjum) on 2008.-2012. majandusaastate jooksul varieerunud 96895 € suurusest puhaskahjumist 126692 € suuruse puhaskasumini. Seetõttu pole ka ettevõtte omanik maksnud dividende, kuna on lähtunud seisukohast, et majanduslikult edukamatel aastatel teenitud kasum reinvesteeritakse tagasi ettevõttesse ning luuakse sellega reserv halvemateks perioodideks piimandussektoris.

2.3.3. Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside ja kasumiaruannete vertikaalanalüüsi tulemused

Kohala SF OÜ 2008.-2012. majandusaastate bilansside vertikaalanalüüsi tulemused on esitatud lisas 4 ja sama perioodi kasumiaruannete vertikaalanalüüsi tulemused lisas 5. Vertikaalanalüüsi meetodi puhul leitakse erinevate finantsaruannete kirjade osatähtsus

finantsaruande kogumahust. Kasumiaruande puhul analüüsitakse erinevate kasumiaruande kirjete osatähtsust müügitulussse ning bilansi puhul erinevate bilansikirjete osatähtsust bilansi kogumahtu (Vertical analysis ...).

Kohala SF OÜ bilansis on raha osatähtsus olnud väga madal 2008.-2012. majandusaastatel, jäädes 0,03% ja 0,28% vahele. Ettevõtte nõuete protsentuaalne osatähtsus kogu bilansimahust on olnud samal perioodil 0,93%-3,37%. Kummagi bilansikirje puhul ei ole võimalik välja tuua kindlat trendi viimaste majandusaastate jooksul. Varude osatähtsus jäi 2008.-2011. majandusaastal 10,09%-11,99% vahele, ent on vähenenud märgatavalt 2012. majandusaastal, kui varude osatähtsus langes 7,55% peale. Kuna varud moodustavad suurima osa ettevõtte käibevaradest, siis käibevarade osatähtsus bilansis on muutunud samas trendis varude muutusega. 2008.-2011. majandusaastatel moodustas käibevara ettevõtte bilansimahust 12,84%-14,09%. Kuid käibevara osatähtsus vähenes 2012. majandusaastal, mil see langes -5,7% võrra 8,4% peale. Kohala SF OÜ puhul võib välja tuua, et käibevarade osatähtsus on väga madal ettevõtte kogu bilansimahust ning suurema osa ettevõtte varadest moodustab põhivara, mis on iseloomulik piimatootmisega tegelevale ettevõttele.

Suure osa ettevõtte varadest moodustab materiaalne põhivara, mille osatähtsus on 2008. majandusaasta 64,48% pealt tõusnud 2012. majandusaastaks 73,08% peale. Teine suurim varadeklass on põhivara alla kuuluvad bioloogilised varad, mille osatähtsus on 2010.-2012. majandusaastate jooksul stabiliseerunud ning jäänud 18,32%-18,40% vahele. Ettevõtte põhivarade osatähtsus kogu bilansimahust oli 2008. majandusaastal 86,41% ning kuigi see järgnevate majandusaastate jooksul püsis küllaltki stabiilne, suurenes põhivara osatähtsus 2012. majandusaasta lõpuks 5,70% võrra 91,60% peale.

Lühiajaliste laenukohustuste puhul tuleb välja selge trend, et selle bilansikirje osatähtsus on iga majandusaastaga suurenenud ning jõudnud 2008. majandusaasta 5,02% pealt 2012. majandusaasta lõpuks 8,05% peale. Lühiajalised kohustused kokku on samuti suurenenud ning selle bilansikirje osatähtsus on 2012. majandusaasta lõpuks tõusnud 17,69% peale 2008. majandusaasta 13,43% pealt. Ettevõtte pikaajaliste laenukohustuste osatähtsus kogu bilansimahust on muutunud väikeses ulatuses 2008.-2012. majandusaastate jooksul, jäädes 33,73% ja 38,91% vahele. 4,68% võrra vähenes pikaajaliste laenukohustuste osatähtsus 2012. majandusaasta jooksul võrreldes aasta varasemaga.

Ettevõtte kapitali struktuur on püsinud stabiilne läbi analüüsitud majandusaastate. Võõrkapitali osatähtsus ettevõtte tegevuse finantseerimisel on jäänud 49,58% ja 54,71% vahele. Omakapitali osatähtsus on olnud 2008.-2012. majandusaastate jooksul 45,29% ja 50,42% vahel. Ettevõtte kapitali struktuuris moodustavad võõr- ja osakapitali osatähtsus umbes 50%, muutudes küllaltki vähesel määral läbi erinevate majandusaastate. Ka 2008.-2012. majandusaastate bilansside vertikaalanalüüsist võime järeldada, et ettevõtte kasumlikkus on olnud volatiilne ning aruandeaasta kasumi osatähtsus kogu bilansimahust on jäänud 0,59% ja 4,14% vahele.

Muud äritulud on 2008.-2012. majandusaastate jooksul moodustanud 9,71%-18,49% ettevõtte müügitulust. Ligemale kahekordne erinevus muudes ärituludes tuleneb ettevõtte konkreetse majandusaasta müügitulu suurusest, millesse suhtena muude äritulude protsentuaalne osatähtsus leitakse ning toetustest, mida ettevõtte sellel majandusaastal on saanud. Kohala SF OÜ tööjõukulude osatähtsus ettevõtte müügitulust on langenud alates 2009. aastast ning jõudnud 2009. majandusaasta 20,69% pealt 2012. majandusaastaks 15,16% peale. Ettevõtte müügitulu on alates 2009. majandusaastast iga majandusaastaga suurenenud ning amortisatsioonikulu absoluutne suurus on püsinud küllaltki stabiilne. Seetõttu on amortisatsioonikulu protsentuaalne osatähtsus langenud 2009. majandusaasta 22,61% pealt 2012. majandusaastaks 14,22% peale.

Suurima osa ettevõtte kuludest moodustavad loomakasvatuskulud ning nende osatähtsus on varieerinud 2008.-2012. majandusaastate jooksul 33,38% ja 51,81% vahel. Selle kuluartikli suuruse suurim mõjutaja on ostusöödade sisseostuhindade muutus. Müüdnud toodangu kulu (muud kulud) on suurenenud alates 2009. majandusaasta 7,04% pealt 2012. majandusaastaks 23,83% peale. Finantskulude osatähtsus on langenud alates 2009. majandusaastast ning jõudnud selle aasta 8,02% pealt 2012. majandusaastaks 3,64% peale. Kohala SF OÜ ärikasum (-kahjum) on 2008.-2012. majandusaastate jooksul varieerinud 3,26% suurusest ärikahjumist 2009. majandusaastal kuni 16,44% suuruse ärikasumini 2008. majandusaastal. Samuti on olnud väga suured muutused ettevõtte puhaskasumis. See on varieerinud 2008.-2012. majandusaastate jooksul 2008. majandusaasta 9,04% suurusest puhaskasumist 2009. majandusaasta 11,28% suuruse puhaskahjumini.

2.4. Kohala SF OÜ väärtuse hindamiseks vajalike sisendite määratlemine

Käesolevas alapeatükis tuuakse välja erinevad sisendandmed, mida läheb vaja Kohala SF OÜ ettevõtte väärtuse hindamiseks. Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatavast metoodikast, hindamisprotsessist ja uuringu läbiviimist käsitlevast informatsioonist saab täpsema ülevaate empiirilise uuringu läbiviimise käigus erinevate ettevõtte väärtuse hindamise etappide juures.

Kohala SF OÜ kohta koostatakse detailsed prognoosid aastateks 2013-2020. Detailse prognoosiperioodi pikkus on määratletud 2020. aastaga, sest 2020 aastaga lõppeb järgmine EL-i eelarveperiood. Kuna pärast 2020. aastat toimuvaid muudatusi EL-i põllumajandusvaldkonna eelarves ning põllumajandustoetuste suurustes pole võimalik adekvaatselt prognoosida, siis seetõttu võetaksegi detailse prognoosiperioodi pikkuseks periood kuni 2020. aastani.

Prognoosiperioodi kohta koostatakse *pro forma* aruanded, mis koosnevad bilanssidest ja kasumiaruannetest. Peale ettevõtte koondkasumiaruande koostatakse kasumiaruanded ka kõikide tegevusalade kohta eraldi, kuna sellest finantsaruandest on vaja võtta mitmed sisendandmed FCFF prognoosideks erinevate tegevusalade kohta. FCFF prognoosid koostatakse kõikide tegevusalade kohta eraldi.

Ettevõtte kohta koostatakse ainult koondbilanss, kus on agregeeritult kõigi tegevusalade koondandmed. Selleks, et saada vajalikud sisendandmed bilanssidesse ja kasumiaruannetesse, koostatakse käesoleva magistritöö autori poolt ettevõtte kõikide tegevusalade kohta detailseks prognoosiperioodiks järgmised abitabelid:

- toetuste tabel,
- põhivarainvesteeringute tabel, kus kajastatakse nii uued põhivarainvesteeringud kui ka olemasolevate põhivarade müügid,
- laenude tabel olemasolevate finantskohustuste tagasimaksete ja tulevaste finantskohustuste lisandumise ning tagasimaksete kohta,
- amortisatsioonigraafikud praeguste ning prognoosiperioodi jooksul soetatavate põhivarade kohta ja

- müügituluprognosis.

Lisaks sellele, et need abitabelid koostatakse eraldi kõikidele Kohala SF OÜ tegevusaladele, koostatakse neist iga abitabeli kategooria kohta ka koondtabel kogu ettevõtte kohta. Nendest eelpool väljatoodud *pro forma* finantsaruannetest ja erinevatest abitabelitest pärineva informatsiooni baasil kalkuleeritakse iga tegevusvaldkonna FCFF prognoos.

Kohala SF OÜ kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks on kasutatud valemit 1.12. Ettevõtte võõr- ja omakapitali vahekord ning võõrkapitali jagunemine erinevate finantskohustuste vahel leitakse iga prognoosiaasta 31.12 kuupäeva andmetel. Ettevõtte kaalutud keskmine võõrkapitali hind leitakse selliselt, et võetakse aluseks kõik Kohala SF OÜ intressikandvad kohustused, nende protsentuaalsed osatähtsused ja neile kehtivad intressimäärad iga prognoosiaasta 31.12 kuupäeva seisuga. Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM mudelit vastavalt valemile 2.2. Arvestades võõr- ja omakapitali osakaalusid, arvutataksegi nende näitajate baasil kaalutud keskmine kapitali hind. Kõigi kolme ettevõtte tegevusvaldkonna kohta leitakse eraldi omakapitali- ning võõrkapitali hinnad ja kaalutud keskmine kapitali hind.

CAPM mudelisse vajalikud lähteandmed saadakse järgmistest allikatest:

- Finantsvõimendusega beetakordajad – nende näitajate väärtused saadakse erinevate tegevusvaldkondade kohta Aswath Damodarani kodulehelt ning tema poolt Euroopa firmade kohta koostatud beetakordajate analüüsist. Põllumajandusvaldkonna ettevõtete finantsvõimendusega beetakordaja suurus on 0,64, ehitusmaterjalide tegevusvaldkonna oma 0,76 ning elektrienergia valdkonna ettevõtete oma 0,49 (The Data ...).
- Turusirkipreemia – Aswath Damodarani andmetel oli Eesti riigis oodatavaks tururiskipreemia suurus 2012. aastal 5,65%. See näitaja iseloomustabki juba aktsiaturgude oodatava tootluse ning riskivaba tulumäära vahet ehk tururiskipreemiat (Damodaran 2013: 109).
- Riskivaba tulumäär – see näitaja saadakse www.bloomberg.com portaalist, kust võetakse riskivabaks tulumääraks Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlus, mis on 03.04.2013 kuupäeva seisuga 1,29% (German Government ...).

Omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudeli abil, on vaja veel arvestada kahe kohandusega. Iga prognoosiaasta omakapitali hinna leidmisel tuleb arvestada ettevõtte finantsvõimendusega sellel ajamomendil beetakordaja arvutamisel. CAPM mudelis kasutatakse käesoleva magistritöö autori poolt finantsvõimendusega beetakordajat omakapitali hinna leidmiseks. Finantsvõimendusega beetakordaja leitakse vastavalt valemile 2.1 (Valuation: Part 1 ...: 67):

$$\text{Finantsvõimendusega beetakordaja} = \beta * \left(1 + \frac{V_D}{V_E}\right),$$

kus β – finantsvõimendusega beetakordaja,

V_D – laenukapitali turuväärtus ja

V_E – omakapitali turuväärtus.

Täiendavalt tuleb lisada CAPM mudeli abil leitud omakapitali kulukuse määrale väikefirma riskipreemia, mille suuruseks on võetud 6,1%. See tuleneb Ibbotsoni aastaraamatust kõige väiksema turuväärtusega ettevõtete detiili kohta välja toodud andmetest (Ibbotson 2012 ...: 89). Kohandatud CAPM mudel, mida kasutatakse uuritava ettevõtte kõigi tegevusvaldkondade omakapitali hinna leidmiseks on välja toodud valemis 2.2:

$$(2.2) K_E = R_F + \left[\beta * \left(1 + \frac{V_D}{V_E}\right) * RP_M \right] + RP_S,$$

kus K_E – omakapitali hind,

R_F – riskivaba tulumäär,

RP_M – tururiskipreemia,

β – finantsvõimendusega beetakordaja,

V_D – laenukapitali turuväärtus,

V_E – omakapitali turuväärtus ja

RP_S – väikefirma riskipreemia.

Kuna uuritava ettevõtte puhul on tegemist börsil noteerimata ettevõttega, siis tuleb rakendada lõpliku omakapitali väärtuse leidmiseks ka mittelikviidsusdiskontot. Mittelikviidsusdiskonto suuruseks on käesoleva magistritöö autor võtnud hinnatava ettevõtte puhul 15% ning seda rakendatakse iga tegevusvaldkonna omakapitali väärtusele.

Kohala SF OÜ 2012.-2020. aastate kaalutud keskmise kapitali hinna arvutuste tulemused iga prognoosiaasta 31.12 kuupäeva seisuga on esitatud erinevate tegevusalade kaupa tabelis 2.10 lk 81. Tabelis on liivakarjääri tegevusvaldkonna kaalutud keskmiseks võõrkapitali hinnaks 0%, kuna sellel tegevusvaldkonnal pole laenukohustusi 2012.-2020. aastate jooksul. 6 kuu Euribori prognoos aastateks 2013-2020 iga prognoosiaasta 31.12 kuupäeva seisuga on esitatud lisas 9. Ettevõtte laenukohustuste intressimäärad 2012-2020 aastate kohta iga aasta 31.12 kuupäeva seisuga erinevate laenukohustuste ja tegevusvaldkondade kaupa on esitatud lisas 10.

Ettevõtte iga tegevusvaldkonna rahavoogusid diskonteeritakse konkreetsele tegevusalale vastava diskontomääraga. Kõigi tegevusalade diskontomäärad on erinevad.

Kohala SF OÜ rahavoogude oodatav kasvumäär pärast detailse prognoosiperioodi lõppu on põllumajandusliku tegevusala puhul 3% ning elektri- ja soojaenergia tegevusala puhul 4%. Liivakarjääri tegevusala jaoks on võetud liiva hinna eeldatavaks kasvumääraks 5% detailsele prognoosiperioodile järgnevas perioodiks. Ettevõttel on lubatud liivakarjäärist kaevandada maksimaalselt 670000 tonni liiva, millest 160000 tonni kaevandatakse prognoosiperioodi jooksul ning prognoositav kaevandamata liivamaht on 2020. aasta lõpuks 510000 tonni. Liivakarjääri sulgemisel on prognoositav kulu ettevõtte jaoks umbes 50000 €, mille eest tehakse liivakarjääri haljastus- ja sulgemistööd. Käesoleval juhul on eeldatud liivakarjääri sulgemist 2021. aastal pärast kogu kaevandamata liivamahu müümist.

Tabel 2.10 2012-2020. aastate Kohala SF OÜ kaalutud keskmised kapitali hinnad tegevusalade järgi

	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Põllumajandusliku tootmise omakapitali hind	15,83%	14,08%	13,26%	12,60%	12,84%
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala omakapitali hind	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala omakapitali hind	10,49%	10,46%	10,35%	10,25%	10,17%
Põllumajandusliku tootmise laenukapitali kaalutud keskmine hind	3,78%	3,31%	3,24%	3,35%	4,38%
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala laenukapitali kaalutud keskmine hind	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala laenukapitali kaalutud keskmine hind	3,82%	3,81%	3,81%	3,80%	3,50%
Põllumajandusliku tootmise kaalutud keskmine kapitali hind	8,94%	9,13%	9,41%	9,77%	10,00%
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala kaalutud keskmine kapitali hind	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala kaalutud keskmine kapitali hind	9,77%	9,81%	9,93%	10,04%	10,14%
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	
Põllumajandusliku tootmise omakapitali hind	12,40%	12,12%	11,81%	11,66%	
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala omakapitali hind	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala omakapitali hind	10,16%	10,16%	10,16%	10,55%	
Põllumajandusliku tootmise laenukapitali kaalutud keskmine hind	4,40%	5,18%	4,81%	5,13%	
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala laenukapitali kaalutud keskmine hind	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala laenukapitali kaalutud keskmine hind	0,00%	0,00%	0,00%	6,13%	
Põllumajandusliku tootmise kaalutud keskmine kapitali hind	10,18%	10,48%	10,54%	10,66%	
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala kaalutud keskmine kapitali hind	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala kaalutud keskmine kapitali hind	10,16%	10,16%	10,16%	10,00%	

Kõigi tegevusvaldkonade lõppväärtuste leidmisel võetakse diskontomääraks konkreetse tegevusvaldkonna kaalutud keskmine kapitali hind detailse prognoosiperioodi viimasel aastal. Põllumajandusliku tootmise puhul on viimase aasta kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 10,66%, liiva kaevandamise ning müügi tegevusala kaalutud keskmine kapitali hind on 11,68% ning elektri- ja soojaenergia tegevusvaldkonna oma 10,00%.

2.5. Kohala SF OÜ prognoosiperioodi *pro forma* aruanded

Kohala SF OÜ 2013.-2020. aastate *pro forma* bilanss on esitatud lisas 6 ning sama perioodi kasumiaruanded erinevate tegevusvaldkondade kaupa lisas 7 ning ettevõtte koondkasumiaruanne lisas 8. Ettevõtte 2013.-2020. aastate müügituluprognoos on esitatud tabelis 2.11 lk 82-83.

Tabel 2.11 2013.-2020 aastate prognoosiperioodi Kohala SF OÜ müügituluprognoos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Keskmine piimahind (€/t)	330	340	350	360	370	380	390	400
Müüdav piimakogus kokku (t)	3200	3400	3600	3800	4000	4040	4080	4121
Laekumine piimamüügist kokku (€)	1056000	1156000	1260000	1368000	1480000	1535200	1591356	1648482
Müüdava praaklooma keskmine hind (€/tk)	485	509	535	561	590	619	650	682
Müüdavate praakloomade arv (tk)	97	101	106	110	115	115	115	115
Praakloomade müügitulu (€)	46851	51536	56573	61984	67795	71185	74744	78481
Müüdava pullvasika keskmine hind (€/tk)	100	105	110	116	122	128	134	141
Müüdavate pullvasikate arv (tk)	210	220	184	144	150	150	150	125
Pullvasikate müügitulu (€)	21000	23100	20286	16670	18233	19144	20101	17589
Müüdava mullika keskmine hind (€/tk)	0	1700	1870	2057	2263	2489	2738	3012
Müüdavate mullikate arv (tk)	0	10	15	15	15	15	15	15
Mullikate müügitulu (€)	0	17000	28050	30855	33941	37335	41068	45175
Põllumajanduslike teenuste müük (€)	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000
Põllumajanduslik müügitulu kokku (€)	1133851	1257636	1374909	1487509	1609968	1672863	1737269	1799726
Müüdava liiva keskmine hind (€/t)	4,0	4,2	4,41	4,63	4,86	5,11	5,36	5,63
Müüdav liiva kogus (t)	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000
Liiva müügitulu (€)	80000	84000	88200	92610	97241	102103	107208	112568
Liiva müügitulu kokku (€)	80000	84000	88200	92610	97241	102103	107208	112568
Elektrienergia keskmine hind (€/KWh)	0,04	0,042	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053
Müüdav elektrienergia kogus (KWh)	960000	960000	960000	960000	960000	960000	960000	960000
Elektrienergia müügitulu (€)	38400	39936	41533	43195	44923	46719	48588	50532
Soojusenergia keskmine hind (€/KWh)	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042
Müüdav soojusenergia kogus (KWh)	840000	840000	840000	840000	840000	840000	840000	840000
Soojusenergia müügitulu	35280	35280	35280	35280	35280	35280	35280	35280

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Elektri- ja soojaenergia müügitulu kokku (€)	73680	75216	76813	78475	80203	81999	83868	85812
Müügitulu kõigist tegevusaladest kokku (€)	1287531	1416852	1539922	1658593	1787411	1856965	1928345	1998106

Müügitulu prognoosi koostamisel on prognoositud piimahinna tõusu 10 €/t iga prognoosiaasta jooksul võrreldes eelmise aastaga. Kuni aastani 2018 suureneb müüdav toorpiimakogus 200 tonni aastas, kuna ettevõtte planeerib suurenedada iga-aastaselt piimalehmade arvu. Seejärel tuleneb ettevõtte kogu piimatoodangu kasv looma kohta piimatoodangu suurenemisest. Praakloomade ja pullvasikate müügihinna kallinemist prognoositakse kogu prognoosiperioodi jooksul 5% aastas ning mullikate oma 10%. Ettevõtte planeerib põllumajanduslike teenuste müügi mahuks umbes 10000 € aastas. Nendest erinevatest põllumajanduslikest müügituludest moodustubki kokku põllumajanduslik müügitulu.

Prognoositavaks liivamüügi mahuks aastas on 20000 tonni aastas kogu prognoosiperioodi jooksul. Liiva hinna prognoositavaks kasvumääraks kogu prognoosiperioodi jooksul on 5% aastas. Elektrienergia hinna puhul prognoositakse iga-aastaselt 4% suurust kallinemist. Soojaenergia hind püsib kogu prognoosiperioodi jooksul muutumatuna, kuna ettevõtte planeerib sõlmida fikseeritud hinnaga soojaenergia müügilepingu kõrvalasuva mõisakompleksiga. Kõigi kolme tegevusala müügitulud kokku moodustavadki ettevõtte kogu müügitulu.

Kohala SF OÜ 2013.-2020. aastate prognoosiperioodi rentaablusnäitajate tulemused, mis on arvutatud sama perioodi *pro forma* aruannete baasilt, on välja toodud tabelis 2.12.

Tabel 2.12 2013.-2020. aastate prognoosiperioodi Kohala SF OÜ rentaablusnäitajad

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Äri kasum	292 041 €	98 568 €	153 439 €	512 854 €	215 186 €	193 270 €	154 444 €	143 384 €
Puhaskasum	240 109 €	53 715 €	115 568 €	462 482 €	169 807 €	148 982 €	116 271 €	98 995 €
Omakapitali tulusus	14,95%	3,06%	6,29%	21,75%	6,95%	5,73%	4,25%	3,48%
Varade puhastulusus	7,81%	1,76%	3,79%	13,38%	4,41%	3,80%	2,93%	2,43%
Kaasatud kapitali tulusus	10,50%	3,56%	5,60%	16,64%	6,22%	5,44%	4,26%	3,83%

2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ *pro forma* aruannete põhjal leitud rentablusnäitajatest võime järeldada, et kuigi ettevõtte äritegevus on kasumis igal prognoosiaastal, siis kasumi suurus varieerub küllaltki suures ulatuses. Kõige väiksem on teenitav puhaskasum 2014. aastal 53715 € ning kõige suurem 2016. aastal 462482 €. Kasumi volatiilsust võisime näha ka läbiviidud 2008.-2012. majandusaastate finantsanalüüsist.

Nii omakapitali tulusus, varade puhastulusus kui ka kaasatud kapitali tulusus on kõrgemad prognoosiperioodi jooksul kui ettevõtte 2008.-2012. majandusaastate andmete baasilt leitud tulemused. Rentablusnäitajad varieeruvad ka prognoosiperioodil suures ulatuses, kuna nende peamiseks mõjutajaks on põllumajandustoetuste kogusumma suurus, mida ettevõtte konkreetsel prognoosiaastal saab.

Suurenenud rentablusele on kindlasti mõju käivitataval biogaasireaktoril, kus toodetava elektrienergia eest saadakse riigipoolset taastuvenergiatoetust. See tegevusala oli ettevõtte *pro forma* kasumiaruande koostamisel igal prognoosiaastal kasumis. Kindlasti on positiivne mõju rentablusele ka järgmise EL eelarveperioodi suurenevatel põllumajandustoetustel, mis suurendavad ettevõtte poolt saadavaid toetussummasid. See tähendab ettevõttele suuremaid muid äritulusid ning sellel on positiivne mõju nii kasuminäitajatele kui ka rentablussuhtarvudele. Lisaks on ettevõtte kasumi näitajat mõjutamas liivakarjääri tegevusala stabiilne kasum igal prognoosiaastal.

Analüüsides möödunud perioodide rentablusnäitajaid prognoosiaastate tulemustega ning võttes arvesse prognoosiaastate jooksul toimuvaid muudatusi, on möödunud perioodide ja prognoosiperioodi rentablusnäitajad omavaheliselt kooskõlas.

2.6. Kohala SF OÜ rahavoogude prognoosimine

Kohala SF OÜ kõigi kolme tegevusvaldkonna kohta koostati FCFF prognoosid aastateks 2013-2020. Põllumajandusliku tootmise FCFF prognoos on esitatud tabelis 2.13 lk 85, liiva kaevandamise ning müügi oma tabelis 2.14 lk 85 ning elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala oma tabelis 2.15 lk 86.

Tabel 2.13 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ FCFF prognoos põllumajandusliku tegevusala kohta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ärikasum	149 612 €	-44 619 €	9 322 €	367 654 €	62 765 €	39 510 €	-752 €	46 676 €
Amortisatsioonikulu	205 900 €	188 393 €	239 505 €	284 207 €	286 911 €	327 911 €	344 911 €	282 873 €
Investeeringud põhivaras	0 €	107 000 €	295 000 €	1 030 000 €	240 000 €	305 000 €	115 000 €	80 000 €
Investeeringud puhaskäibekapitali	-145 183 €	-21 483 €	-9 094 €	54 287 €	-19 342 €	-24 912 €	-45 305 €	4 292 €
FCFF	210 329 €	15 291 €	-55 267 €	-323 853 €	90 335 €	37 509 €	183 854 €	253 840 €

Põllumajandusliku tootmise tegevusala FCFF suurus on aastate lõikes varieerunud - 323853 € ning 253840 € vahel. FCFF prognoosi suurus oleneb paljustki sellest, et kui palju teeb ettevõtte konkreetsel majandusaastal investeeringuid põhivaras ja kui suures ulatuses saadakse põllumajandustoetusi.

Tabel 2.14 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ FCFF prognoos liiva kaevandamise ning müügi tegevusala kohta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ärikasum	58 000 €	59 800 €	61 580 €	63 328 €	65 030 €	66 671 €	68 233 €	69 696 €
Amortisatsioonikulu	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Investeeringud põhivaras	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Investeeringud puhaskäibekapitali	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
FCFF	58 000 €	59 800 €	61 580 €	63 328 €	65 030 €	66 671 €	68 233 €	69 696 €

Kuna ettevõtte ei investeer liivakarjääri tegevusala puhul põhivaras, siis on amortisatsioonikulu ja investeering põhivaras igal prognoosiaastal 0 €. Liivakarjääri tegevusala puhul ostetakse kõik teenused sisse ning nende tarbimine sõltub liiva kaevandamise mahtudest. Selle tegevusala puhul jääb FCFF suurus 58000 € ning 69696 € vahele.

Tabel 2.15 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ FCFF prognoos elektri- ja soojaenergia tegevusala kohta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ärikasum	84 428 €	83 387 €	82 536 €	81 872 €	87 390 €	87 088 €	86 963 €	27 012 €
Amortisatsioonikulu	38 294 €	38 294 €	38 294 €	38 294 €	32 294 €	32 294 €	32 294 €	92 294 €
Investeeringud põhivarasse	30 000 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	41 250 €
Investeeringud puhaskäibekapitali	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
FCFF	92 722 €	121 681 €	120 830 €	120 166 €	119 684 €	119 382 €	119 257 €	78 056 €

Elektri- ja soojaenergia tootmise valdkonna puhul varieerub FCFF suurus aastate lõikes 78056 € ja 121861 € vahel. Kuna ettevõtte saab igal prognoosiaastal taastuvenergiatoetust ning selle tegevusala kulud on küllaltki madalad, teenib see tegevusvaldkond igal prognoosiaastal kasumit. Selle tegevusvaldkonna puhul tehakse investeeringuid põhivarasse ning seetõttu tuleb arvestada ka amortisatsioonikuluga ning investeeringutega põhivarasse.

Eelnevalt esitati Kohala SF OÜ 2013.-2020. aastate detailse prognoosiperioodi FCFF prognoosid ettevõtte kolme tegevusala kohta. Selleks, et leida iga tegevusala koguväärtust ning seeläbi ettevõtte koguväärtust, tuleb leida peale iga tegevusvaldkonna prognoosiperioodi väärtuse ka iga tegevusvaldkonna lõppväärtus. Kohala SF OÜ kolme tegevusvaldkonna lõppväärtused on esitatud tabelis 2.16.

Tabel 2.16 Kohala SF OÜ kolme tegevusvaldkonna lõppväärtused

	Lõppväärtus
Põllumajandusliku tootmise tegevusala lõppväärtus	3 413 540 €
Liiva kaevandamise ning müügi tegevusala lõppväärtus	2 964 009 €
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala lõppväärtus	1 352 248 €

Põllumajandusliku tootmise tegevusala lõppväärtuseks perpetuiteitse kasvu mudeli järgi on 3413540 €. Likvideerimisväärtuse meetodil leitud liiva kaevandamise ning müügi tegevusala lõppväärtuseks on 2964009 €. Samuti perpetuiteitse kasvu mudeli järgi leitud elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala lõppväärtuseks on 1352248 €.

2.7. Kohala SF OÜ omakapitali väärtuse leidmine

Eelnevalt on juba välja arvatatud ettevõtte väärtuse hindamise protsessis Kohala SF OÜ kolme tegevusvaldkonna detailse prognoosiperioodi FCFF prognoosid ning lisaks ka samade tegevusvaldkondade lõppväärtused. Selleks, et leida ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus, koostatakse selle jaoks eraldi tabel. Samasugune ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise tabel koostatakse kõigi Kohala SF OÜ kolme tegevusvaldkonna kohta ning hiljem saadud tulemused summeeritakse, et leida ettevõtte koondtulemused.

Ettevõtte omakapitali puhul leitakse turuväärtus seetõttu, kuna bilansilise omakapitali kasutamine võib hindamisel kaasa tuua hindamisvea. Konstrueeritud tabelite abil leitakse lõpptulemusena iga tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus. Mudelis võetakse omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmisel arvesse juba laenukapital turuväärtuses, mis lahutatakse ettevõtte koguväärtuse nüüdisväärtusest. Mudelis võetakse arvesse iga tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmisel nii detailse prognoosiperioodi väärtus kui ka lõppväärtus.

Saadud tulemused diskonteeritakse tänasesse päeva ning ettevõtte väärtuse hindamise hetkeks on võetud 31.12.2012. Lõpuks nende kolme tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse summeerimisel leitaksegi ettevõtte kogu omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus. Saadud tulemus ongi ettevõtte väärtuseks.

Põllumajandusliku tootmise jaoks konstrueeritud tabel on välja toodud tabelis 2.17 lk 88. Liiva kaevandamise tegevusala tabel on esitatud tabelis 2.18 lk 88 ning elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala tabel on esitatud tabelis 2.19 lk 89. Kõigi tegevusvaldkondade omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise tabelites kasutatakse 15% suurust mittelikviidsusdiskontot, mida rakendatakse omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele.

Tabel 2.17 Kohala SF OÜ põllumajandusliku tootmise omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise tabel (eurodes)

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tegevusala äritegevuse väärtus	1847224	1802080	1951371	2190346	2728271	2910628	3169325	3317750	3413540
Finantsinvesteeringud	0	75639	42934	0	0	60272	108162	325748	468837
Tegevusala väärtus	1847224	1877719	1994305	2190346	2728271	2970900	3277486	3643498	3882377
Laenukapital	981480	787517	689930	595978	820670	731912	681350	578380	518510
Omakapitali väärtus	735882	926672	1108718	1355213	1621461	1903140	2206716	2605350	2859287

Kohala SF OÜ põllumajandusliku tootmise tegevusala nüüdisväärtus 31.12.2012 kuupäeva seisuga on 1847224 €. Sama kuupäeva seisuga on laenukapitali maht ettevõtte 981480 €. Kui lahutame laenukapitali mahu tegevusala nüüdisväärtusest ja rakendame saadud tulemusele 15% suurust diskontot, saamegi selle tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuseks 735882 €.

Tabel 2.18 Kohala SF OÜ liiva kaevandamise ning müügi tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise tabel (eurodes)

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tegevusala äritegevuse väärtus	1541318	1663405	1797958	1946451	2110546	2292112	2493251	2716329	2964009
Finantsinvesteeringud	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tegevusala väärtus	1541318	1663405	1797958	1946451	2110546	2292112	2493251	2716329	2964009
Laenukapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Omakapitali väärtus	1310120	1413894	1528264	1654483	1793964	1948295	2119264	2308880	2519408

Ettevõtte liiva kaevandamise ja müügi tegevusala nüüdisväärtus 31.12.2012 kuupäeva seisuga on 1541318 €. Ettevõtte sellel tegevusalal laenukapitali pole ning seetõttu rakendame saadud tulemusele 15% suurust diskontot, mille järel saamegi omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuseks 1310120 €.

Tabel 2.19 Kohala SF OÜ elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise tabel (eurodes)

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tegevusala äritegevuse väärtus	1228481	1255802	1257313	1261277	1267758	1276625	1286929	1298405	1352248
Finantsinvesteeringud	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tegevusala väärtus	1228481	1255802	1257313	1261277	1267758	1276625	1286929	1298405	1352248
Laenukapital	115000	105400	70300	35200	5100	0	0	0	144000
Omakapitali väärtus	946459	977842	1008961	1042165	1073259	1085131	1093890	1103644	1027011

Hinnatava ettevõtte elektri- ja soojaenergia tootmise tegevusala nüüdisväärtus 31.12.2012 kuupäeva seisuga on 1228481 €. Sama kuupäeva seisuga on laenukapitali maht ettevõttel 115000 €. Selle tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuseks saame 946459 €.

Kuna ettevõtte väärtuse hindamise ajahetkeks on võetud 31.12.2012, siis tuleb Kohala SF OÜ kogu omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmiseks summeerida erinevate tegevusalade omakapitali turuväärtuste nüüdisväärtused tabelitest 2.17-2.19 31.12.2012 kuupäeva seisuga. Erinevate tegevusalade omakapitali turuväärtuste nüüdisväärtused, laenukapitali turuväärtused ning koguväärtuste nüüdisväärtused 31.12.2012 kuupäeva seisuga on esitatud tabelis 2.20 lk 89-90. Nende andmete summeerimisel leitakse vastavad väärtused ka kogu ettevõtte kohta ning need tulemused on esitatud tabelis 2.21 lk 90.

Tabel 2.20 Kohala SF OÜ tegevusalade omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise arvutused 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Põllumajanduslik tootmine	Väärtus
Tegevusala koguväärtuse nüüdisväärtus	1 847 224 €
Tegevusala laenukapitali turuväärtus	981 480 €
Tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	735 882 €
Liiva kaevandamise ja müügi tegevusala	
Tegevusala koguväärtuse nüüdisväärtus	1 541 318 €
Tegevusala laenukapitali turuväärtus	0 €
Tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	1 310 120 €
Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala	

Elektri- ja soojaenergia tootmise ning müügi tegevusala	Väärtus
Tegevusala koguväärtuse nüüdisväärtus	1 228 481 €
Tegevusala laenukapitali turuväärtus	115 000 €
Tegevusala omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	946 459 €

Kohala SF OÜ ettevõtte koguväärtuse nüüdisväärtus on 31.12.2012 kuupäeva seisuga 4617022 €, laenukapitali turuväärtus 1096480 € ning omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 2992461 €. Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 31.12.2012 kuupäeva seisuga summas 2992461 € ongi ettevõtte väärtuseks, mida läbi ettevõtte väärtuse hindamise protsessi hinnatud on.

Tabel 2.21 Kohala SF OÜ kogu ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmise arvutused

Ettevõtte koguväärtuse nüüdisväärtus	4 617 022 €
Ettevõtte laenukapitali turuväärtus	1 096 480 €
Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	2 992 461 €

Kohala SF OÜ saab oma kolmest tegevusvaldkonnast kahe puhul – põllumajanduslik tootmine ja elektri-ning soojaenergia tootmine ja müük – erinevaid toetusi. Selleks, et leida saadavate toetuste mõju mõlema tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga, leitakse mõlema tegevusvaldkonna kohta 2013.-2020. aastate jooksul saadavate toetuste kogunüüdisväärtus 31.12.2012 kuupäeva seisuga. Mõlemast eelpool väljatoodud tegevusvaldkonnast saadavad toetused 2013.-2020. aastate jooksul on esitatud tabelis 2.22.

Tabel 2.22 Kohala SF OÜ poolt saadavad toetused 2013.-2020. aastatel tegevusvaldkondade kaupa

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Põllumajandusvaldkonna toetused aasta kohta kokku	355 960 €	104 760 €	178 410 €	556 752 €	225 094 €	236 436 €	207 278 €	190 120 €
Taastuenergia toetus aasta kohta kokku	51 542 €	48 965 €	46 517 €	44 191 €	41 982 €	39 883 €	37 888 €	35 994 €

Mõlema tegevusvaldkonna puhul 2013.-2020. aastate jooksul saadavate toetussummade kogunüüdisväärtuse leidmiseks diskonteeritakse saadavaid toetussummasid konkreetsele tegevusalale vastavate diskontomääradega tabelist 2.10. Kohala SF OÜ

põllumajandusliku tootmise ning elektri- ja soojaenergia tootmise tegevusalade saadavate toetuste kogunüüdisväärtused 31.12.2012 kuupäeva seisuga on toodud tabelis 2.23.

Tabel 2.23 Kohala SF OÜ poolt saadavate toetuste kogunüüdisväärtused tegevusvaldkondade kaupa 31.12.2012 kuupäeva seisuga

	Väärtus
Põllumajandusvaldkonna toetuste kogunüüdisväärtus	1 420 186 €
Elektri- ja soojaenergia valdkonna toetuste kogunüüdisväärtus	237 883 €

Kohala SF OÜ põllumajandusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus oli 31.12.2012 kuupäeva seisuga 735882 € ning elektri- ja soojaenergia valdkonna oma 946459 €. Põllumajandusvaldkonna toetuste kogunüüdisväärtus on 31.12.2012 kuupäeva seisuga 1420186 € ning elektri- ja soojaenergia oma 237883 €. 31.12.2012 kuupäeva seisuga moodustab põllumajandusvaldkonna toetuste kogunüüdisväärtus selle tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusest 193%. Elektri- ja soojaenergia valdkonna toetuste kogunüüdisväärtus moodustab elektri- ja soojaenergia valdkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusest 31.12.2012 kuupäeva seisuga 25%.

Kui võrrelda põllumajandusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtust ja põllumajandustoetuste kogu nüüdisväärtust 31.12.2012 kuupäeva seisuga, võime järeldada, et uuritava ettevõtte põllumajandusvaldkonna väärtus oleneb väga palju saadavatest toetustest. Kui põllumajanduslik tootmine ei saaks üldse põllumajandustoetusi, oleks see tegevusvaldkond eraldiseisva tegevusharuna eeldatavalt mittejätkusuutlik ega suudaks luua täiendavat väärtust.

2.8. Sensitiivsusanalüüsi tulemused

Viimase etapina Kohala SF OÜ ettevõtte väärtuse hindamise protsessis viiakse läbi sensitiivsusanalüüs, kus analüüsitakse erinevate olulisimate sisendnäitajate mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga. Korraga analüüsitakse ühe sisendparameetri muutuse mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Kuigi enamasti muutuvad ühe sisendparameetri muutudes

ka teised sisendandmed, siis käesolevas sensitiivsusanalüüsis on muudetud korraga vaid ühte sisendmuutajat. Seda põhjusel, et erinevaid võimalusi, kuidas erinevad sisendnäitajad omavahelises kombinatsioonis võiks muutuda on väga palju ning nende täpseid kombinatsioone oleks keeruline adekvaatselt prognoosida. Ainukese erandina prognoositakse korraga elektri- ja soojaenergia hindade muutust sama muutuse määra ulatuses.

Peamiste sisendnäitajate mõjude leidmiseks Kohala SF OÜ ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele, koostatakse sensitiivsusanalüüsid järgnevate sisendnäitajate kohta:

- piima hind,
- liiva hind,
- elektri- ja soojaenergia hind,
- ettevõtte loomakasvatuskulude muutus,
- ettevõtte poolt saadavate põllumajandustoetuste kogusumma muutus.

Läbiviidud sensitiivsusanalüüsi tulemused on esitatud tabelites 24-27 lk 92-94. Sensitiivsusanalüüsid koostati kõigi viie sisendnäitaja kohta selliselt, et analüüsiti konkreetse sisendparameetri muutust algsest väärtusest -10%-st kuni +10-ni 5%-ste intervallidega. Sensitiivsusanalüüsi käigus muudeti korraga kõigi 2013.-2020. prognoosiperioodi aastate konkreetse sisendnäitaja suurust samasuguse muutuse määra võrra.

Tabel 2.24 Piima hinna mõju sensitiivsusanalüüs Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Muutuse suurus	Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	Muutus	
		€	%
-10%	1 644 492 €	-1 347 969 €	-45,05%
-5%	2 319 491 €	-672 970 €	-22,49%
0%	2 992 461 €	0 €	0,00%
5%	3 665 431 €	672 970 €	22,49%
10%	4 340 430 €	1 347 969 €	45,05%

Piimahinna 10% suurune muutus tähendab 45,05% suurust muutust ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuses. Kui aga piimahind peaks muutuma 5%, siis muutub ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 22,49%.

Tabel 2.25 Liiva hinna mõju sensitiivsusanalüüs Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Muutuse suurus	Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	Muutus	
		€	%
-10%	3 137 938 €	145 477 €	4,86%
-5%	2 919 723 €	-72 738 €	-2,43%
0%	2 992 461 €	0 €	0,00%
5%	3 065 199 €	72 738 €	2,43%
10%	3 137 938 €	145 477 €	4,86%

Liiva hinna 10% suurune muutus omab 4,86% suurust mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Kui aga liiva hind peaks muutuma 5% võrra, siis on omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus muutumas 2,43% võrra.

Tabel 2.26 Elektri- ja soojaenergia hinna mõju sensitiivsusanalüüs Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Muutuse suurus	Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	Muutus	
		€	%
-10%	2 900 158 €	-92 303 €	-3,08%
-5%	2 946 311 €	-46 150 €	-1,54%
0%	2 992 461 €	0 €	0,00%
5%	3 038 609 €	46 148 €	1,54%
10%	3 084 756 €	92 295 €	3,08%

Elektri- ja soojaenergia hinna üheaegne muutus 10% võrra, põhjustab ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuses 3,08% suuruse muutuse. Kui elektri- ja soojaenergia hind muutub 5% võrra üheaegselt, muutub ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 1,54%.

Tabel 2.27 Ettevõtte loomakasvatuskulude muutuse mõju sensitiivsusanalüüs Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Muutuse suurus	Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	Muutus	
		€	%
-10%	3 608 385 €	615 924 €	20,58%
-5%	3 299 688 €	307 227 €	10,27%
0%	2 992 461 €	0 €	0,00%
5%	2 685 050 €	-307 411 €	-10,27%
10%	2 376 537 €	-615 924 €	-20,58%

Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus muutub 20,58%, kui loomakasvatuskulud muutuvad 10% võrra. Kui loomakasvatuskulud peaks aga muutuma 5% võrra, siis muutub ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 10,27% võrra.

Tabel 2.28 Ettevõtte poolt saadavate põllumajandustoetuste mõju sensitiivsusanalüüs Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga

Muutuse suurus	Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus	Muutus	
		€	%
-10%	2 791 018 €	-201 443 €	-6,73%
-5%	2 891 840 €	-100 621 €	-3,36%
0%	2 992 461 €	0 €	0,00%
5%	3 093 162 €	100 701 €	3,37%
10%	3 193 665 €	201 204 €	6,72%

Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus muutub umbes 6,70%, kui põllumajandustoetuste kogusumma muutub 10% võrra. Ning kui põllumajandustoetuste kogusumma peaks muutuma 5% võrra, siis põhjustab see ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuses umbes 3,40% suuruse muutuse.

Põllumajandustoetuste kogusumma muutuse kohta läbi viidud sensitiivsusanalüüsis analüüsiti põllumajandustoetuste muutuse mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele 31.12.2012 kuupäeva seisuga. Kuid eelmises alapeatükis võrreldi põllumajandustoetuste kogu nüüdisväärtust ainult põllumajandusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusega 31.12.2012 ajahetkel. Ettevõtte kolmest

tegevusvaldkonnast oli kõige väiksema omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusega põllumajanduslik tootmine.

Seetõttu võib tunduda, et nagu sensitiivsusanalüüsi ja eelmise alapeatüki põllumajandustoetuse kogu nüüdisväärtuse analüüsi tulemustes oleks vastuolu. Kuid siinkohal tulebki arvestada sellega, et sensitiivsusanalüüsis analüüsiti põllumajandustoetuste mõju ettevõtte kogu omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Ent põllumajandustoetuste kogu nüüdisväärtuse analüüsis käsitleti põllumajandustoetuste mõju ainult põllumajandusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Ning kuna põllumajandustoetuse osatähtsus ettevõtte kogu müügitulust 2013.-2020. aastate jooksul on keskmiselt umbes 10%-15%, siis ei saagi selle näitaja mõju sensitiivsusanalüüsi käigus olla ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele suurem kui piima hinnal või loomakasvatuskuludel. Kokkuvõtteks võib põllumajandustoetuste kohta öelda seda, et kuigi nende muutusel ei ole sensitiivsusanalüüsi põhjal väga suurt mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele, siis nad on väga olulise tähtsusega põllumajandusvaldkonna jätkusuutlikkuse kohapealt.

Kõige suurem mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele on piima hinnal, mille 5% muutuse korral muutub ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 22,49% ning 10% muutuse korral 45,05%.

Teiseks peamiseks ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtust mõjutavaks teguriks on loomakasvatuskulude muutus. Loomakasvatuskulude 5% muutus mõjutab ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtust 10,27% ning 10% muutus 20,58%. Ülejäänud kolme analüüsitud sisendparameetri mõjud olid omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele väiksemad. Näiteks ettevõtte poolt saadavate põllumajandusustoetuste 5% muutus põhjustab ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse muutust umbes 3,4% võrra ning 10% muutus umbes 6,7% võrra.

Elektri- ja soojaenergia hinna 5% suurune muutus tähendab ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse 1,54% suurust muutust ning 10% suurune muutus elektri- ja soojaenergia hinnas 3,08% suurust muutust omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Liiva hinna 5% suurune muutus mõjutab ettevõtte omakapitali turuväärtuse

nüüdisväärtust 2,43% võrra ning kaks korda suurem muutus ehk 10% muutus liiva hinnas toob kaasa omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse 4,86% suuruse muutuse.

KOKKUVÕTE

Ettevõtte väärtuse hindamise kasutusvõimalused on väga mitmekesised. Peamiselt kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamist ettevõtte kui terviku või selle osaluse ostu- või müügitehingu korral. Kuid ettevõtte väärtuse hindamiseks võib tekkida ka vajadus näiteks ühinemis- või omandamistehingu korral ning abielu- või pärandvara jagamisel.

Põllumajandusettevõtte väärtuse hindamisel tuleb arvestada mitmete põllumajandusettevõtetele omaste iseärasustega, nagu näiteks EL-i poolt makstavad toetused, sisendite ja väljundite volatiilsed hinnad, bioloogiliste protsesside omapärad jne.

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid jagunevad peamiselt kolme gruppi ning nendeks on:

- diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid,
- väärtuskordajatel põhinevad meetodid ja
- varadel põhinevad meetodid.

Kõige sagedamini kasutatud ettevõtte väärtuse hindamise meetod on diskonteeritud rahavoogudel põhinev meetod. Seda paljuski seetõttu, et see meetod arvestab finantsjuhtimise ühe peamise printsiibiga, et vara väärtus on tema poolt tulevikus genereeritavate rahavoogude väärtus, mis on diskonteeritud praegusesse hetke riskidele vastava diskontomääraga. Diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid jagunevad kaheks erinevaks meetodiks ning nendeks on ettevõttele suunatud ning omanikele suunatud vabade rahavoogude meetod.

Väärtuskordajatel põhineva meetodi korral leitakse ettevõtte väärtus, kasutades kas võrreldavate tehingute või väärtuskordajatel põhinevat meetodit. Väärtuskordajate

meetodi idee seisneb selles, et sarnased ettevõtted peaks olema hinnatud enam-vähem samasugusel hinnatasemel. Väärtuskordajatel põhineva meetodi puhul valitakse välja kõigepealt sobivad väärtuskordajad, seejärel koostatakse võrdlusgrupp ettevõtteid ning viimase etapina viiakse läbi ettevõtte väärtuse hindamine.

Varadel põhinevad meetodid jagunevad kolmeks:

- likvideerimisväärtuse meetod,
- raamatupidamisväärtuse meetod,
- asendusmaksumuse meetod.

Likvideerimisväärtuse meetodi korral eeldatakse ettevõtte likvideerimist ning likvideerimisväärtus leitakse selliselt, et ettevõtte varade müügist saadavast tulust lahutatakse maha likvideerimisega seonduvad kulud ning tasutakse kõik ettevõtte kohustused. Järelejäänud tulu ongi omanike omakapitali väärtuseks. Raamatupidamisväärtus leitakse bilansi andmetel, lahutades ettevõtte varadest maha kohustused ning saades tulemuseks ettevõtte netovara väärtuse. Asendusmaksumuse meetodil leitakse mingi vara asendus- või taastamisväärtuse maksumus ning selle meetodi puhul eeldatakse seda, et ratsionaalselt käituvad inimesed ei ole nõus mingi vara eest rohkem maksma, kui on selle vara asendus- või taastamismaksumus.

Ettevõtte väärtuse hindamine on protsess, mis koosneb erinevatest etappidest ning mis tuleks läbida soovitatavalt kindlas järjekorras. Siinkohal käsitletakse pikemalt diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse hindamise läbiviimise etappe, kuna seda meetodit kasutati empiirilise uuringu läbiviimisel.

Esmalt tuleb läbi viia möödunud perioodide kohta finantsanalüüs, mille kaudu leitakse ettevõtte möödunud perioodide finantsnäitajad. Nende baasilt on võimalik prognoosida ettevõtte tulevaste perioodide finantstulemusi ning hiljem võrrelda ettevõtte *pro forma* aruannete andmeid möödunud perioodide andmetega. Peamiselt kasutatavateks meetoditeks on finantsanalüüsi etapis horisontaal- ja vertikaal- ning suhtarvuanalüüs.

Järgmise etapina tuleb koostada detailseks prognoosiperioodiks müügituluprognoos. Detailne prognoosiperiood võiks olla 5-7 aastat. Prognooside koostamisel on oluline jälgida seda, et need oleksid kooskõlas üldiste majanduskasvunäitajatega. Siit edasi tuleks

loogilise jätkuna pärast müügitulu prognoosi koostada kasumiaruanne. Kasumiaruande koostamisel on abi möödunud perioodide finantsanalüüsi tulemustest ning müügitulu prognoosist.

Pärast kasumiaruande koostamist tuleb koostada teine peamine finantsaruanne, milleks on bilanss. Bilansis on oluline eristada äritegevusega mitteseotud varad ning arvutada puhaskäibekapital, sest seda informatsiooni läheb hiljem ettevõtte väärtuse hindamise protsessi käigus vaja. Tuleks kasutada üleliigset rahavaru ja/või lühiajalist laenu, et tasakaalustada bilansi aktiva ning passiva pooled *pro forma* bilanssi koostades.

Bilanssi koostades võiks koostada endale abistavate tabelitena näiteks ka laenude, põhivarainvesteeringute ja amortisatsioon arvestuse tabelid. Nendest tabelitest on hiljem võimalik võtta vajalikud sisendid bilanssi ning ettevõttele suunatud vabade rahavoogude koostamiseks. Põllumajandusettevõtte puhul on kindlasti vajalik koostada ka toetuste prognoos, kuna põllumajandusettevõtte poolt saadavad toetused on neile ärituluks.

Enne ettevõtte väärtuse väljaarvutamist on vajalik leida ka ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind, millega hiljem hakatakse tulevikus tekkivaid rahavoogusid diskonteerima. Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse kõige sagedamini CAPM mudelit. Võõrkapitali hinna arvutamiseks võib kasutada näiteks kaalutud keskmise kapitali hinna leidmise ehk WACC meetodit. Neid kahte viimatinimetatud meetodit on kasutatud ka käesolevas magistritöös.

Olles läbinud kõik eelmised etapid, tuleb koostada ettevõttele suunatud vaba rahavoo prognoos. Välja arvatatud ettevõttele suunatud vabad rahavood detailsel prognoosiperioodil diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali hinnaga hindamishetke. Lõppväärtuse leidmiseks on mitmeid võimalusi, kuid kõige sagedamini kasutatakse lõppväärtuse leidmiseks ettevõtte väärtuse hindamise protsessis perpetuiteetse kasvu mudelit. Ka lõppväärtus tuleb diskonteerida hindamishetke. Kui ettevõtte väärtuse nüüdisväärtusest maha arvestada laenukapitali turuväärtus, leitaksegi ettevõtte omakapitali nüüdisväärtus.

Põllumajandusvaldkonna ettevõtete peamised eripärad ning riskid on kokkuvõtlikult järgmised:

- Tootmise ja tehniline risk, mis tuleneb peamiselt põllumajandusettevõtete puhul näiteks sellest, et saagikust ja karja tulemusi mõjutavad bioloogilised protsessid ning ilmastikust tulenevad mõjud.
- Hinna- ja tururisk, mis on põhjustatud sellest, et põllumajandussaaduste hinnad kõiguvad aastast aastesse, ent tootjatel on nende kontrollimiseks peaaegu võimatu midagi teha.
- Finantsrisk, mis puudutab paljusid põllumajandusettevõtjaid, kuna tulenevalt selle valdkonna kapitalimahukusest on sageli vajalik oma tegevuse rahastamiseks hankida võõrvahendeid. Kohustuste tagasimakse võimekus sõltb sissetulekutest, kuid sissetulekud sõltuvad paljustki saagikusest ning väljamüügihindadest, mida oma toodete ja teenuste müügist saadakse.
- Õiguslik risk, mis tuleneb pidevalt muutuvatest regulatsioonidest põllumajandustootmises. Tarbijate suurenenud teadlikkus toiduohutusest mõjutab seda, et kuidas põllumajandussaadusi tuleb kasvatada ja töödelda.
- Personalisrisk on põhjustatud sellest, et kuigi pidevalt tehakse investeeringuid tootmisseadmetesse, põllumaase, eluskarja jne, jääb ikkagi kõige asendamatumaks ressursiks põllumajandustootja jaoks juhtivtöötajad.
- EL-i poolt Euroopa põllumajandustootjatele makstavad põllumajandustoetused. Kuna ühe osa põllumajandustootjate sissetulekutest moodustavad erinevad põllumajandustoetused, olenevad nende suurusest ka põllumajandusettevõtete majandustulemused.
- Volatiilsed kasumid ja sissetulekud, mis on põhjustatud volatiilsetest väljundite ja sisendite hindadest. Kuna põllumajanduslikku tootmist on peaaegu võimatu ajutiselt sulgeda ning seejärel taas alustada, peavad need ettevõtted tootmist jätkama ka madalate väljundite hindadega perioodil.

Magistritöö empiirilise uuringu läbiviimiseks kasutati kvantitatiivsest metoodikast juhtumi uuringut, kus konkreetse juhtumina käsitleti Kohala SF OÜ ettevõtte väärtuse hindamist. Lisaks kvantitatiivsele metoodikale kasutati ka kvalitatiivset metoodikat ning kvalitatiivsest metoodikast kasutati struktureerimata ja poolstruktureerimata intervjuud.

Struktureerimata intervjuu viidi läbi Eesti Maaülikooli doktorandi Aadi Remmikuga, kes tegeleb põllumajandusettevõtete väärtuse hindamisega. Poolstruktureeritud intervjuud viidi läbi Kohala SF OÜ juhatuse liikme Mika Vehmaneni ja raamatupidaja Vilja Kallipiga.

Ettevõtte põhitegevusalaks on põllumajanduslik tootmine ning kõrvaltegevusharudeks on liiva kaevandamine ja müük ning elektri- ja soojaenergia tootmine ning müük. Kuna kõrvaltegevusharude puhul on tegemist ettevõtte põhiliseks äritegevuseks mittevajalike varadega, siis neid hinnatakse põllumajanduslikust tootmisest eraldi. Hiljem liidetakse kõigi kolme tegevusvaldkonna väärtused ning seeläbi leitakse ettevõtte koguväärtus.

Uuritava ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutati ettevõttele suunatud vabade rahavoogude meetodit kõigi tegevusalade puhul detailse prognoosiperioodi väärtuse hindamiseks. Põllumajandusliku tootmise ning elektri- ja soojaenergia tootmise valdkonna lõppväärtused arvutati perpetuiteetse kasvumudeliga. Liiva kaevandamise ja müügi tegevusala lõppväärtuse leidmiseks kasutati likvideerimisväärtuse meetodit.

Ettevõtte kohta koostati detailne prognoosiperiood tegevusalade lõikes aastateks 2013-2020. Ettevõtte väärtuse hindamise protsessi lõppfaasis lahutati ettevõtte koguväärtuse nüüdisväärtusest maha laenukohustuste turuväärtus ning selle tulemusena leiti ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus. Ettevõtte väärtuse hindamise lõpuks viidi läbi ka sensitiivsusanalüüs. Lisaks arvutati välja ettevõtte poolt saadavate erinevate tegevusvaldkondade toetuste nüüdisväärtus ning võrreldi seda samade tegevusvaldkondade omakapitali turuväärtuste nüüdisväärtustega 31.12.2012 kuupäeva seisuga.

Ettevõtte kolme tegevusvaldkonna äritegevuse nüüdisväärtused, laenukapitali turuväärtused ning omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtused 31.12.2012 kuupäeva seisuga on järgmised:

- põllumajanduslik tootmine – äritegevuse nüüdisväärtus on 1847224 €, laenukapitali turuväärtus 981480 € ning omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 735882 €;

- liiva kaevandamine ja müük – äritegevuse nüüdisväärtus on 1541318 €, laenukapitali turuväärtus on 0 eurot, kuna sellel valdkonnal puuduvad laenukohustused ning omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 1310210 €;
- elektri- ja soojaenergia tootmine ning müük – äritegevuse nüüdisväärtus on 1228481 €, laenukapitali turuväärtus 115000 € ning omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus 946459 €.

Kohala SF OÜ kogu ettevõtte äritegevuse nüüdisväärtus on 31.12.2012 kuupäeva seisuga kokku 4617022 €. Ettevõtte laenukapitali turuväärtus sama kuupäeva seisuga on 1096480 € ning ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus on samal ajahetkel 2992461 €. Omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse leidmiseks rakendati 15% suurust diskontot. Ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtus ongi ettevõtte väärtuseks, mida läbi ettevõtte väärtuse hindamise protsessi hinnatud on.

Põllumajandusvaldkonna toetuste kogunüüdisväärtus on 31.12.2012 kuupäeva seisuga 1420186 € ning elektri- ja soojaenergia tegevusala toetuste oma 237883 €. Põllumajandusvaldkonna toetuste kogunüüdisväärtus moodustab 31.12.2012 kuupäeva seisuga selle tegevusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusest 193%. Samas kui elektri- ja soojaenergia valdkonna toetuste kogunüüdisväärtus moodustab 31.12.2012 kuupäeva seisuga elektri- ja soojaenergia valdkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusest 25%.

Kui võrrelda põllumajandustoetuste 2013.-2020. aastate kogunüüdisväärtust ja põllumajandusvaldkonna omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtust 31.12.2012 kuupäeva seisuga, võime järeldada, et uuritava põllumajandusettevõtte põllumajandusvaldkonna väärtus oleneb väga palju saadavatest toetustest.

Ettevõtte väärtuse hindamise viimase etapina viidi läbi sensitiivsusanalüüs, mille käigus analüüsiti peamiste sisendäitajate mõju Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Sensitiivsusanalüüs viidi läbi järgmiste sisendnäitajate kohta:

- piima hind,
- elektri- ja soojaenergia hind,
- liiva hind,
- loomakasvatuskulude muutus ja

- ettevõtte poolt saadavate põllumajandustoetuste muutus.

Sensitiivsusanalüüsi käigus uuriti korraga ainult ühe sisendnäitaja mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele ning ülejäänud andmed jäid muutumatuks. Analüüsi iga sisendnäitaja muutust -10%-st kuni +10%-ni, kus 5% suuruste intervallidega muudeti kõigi prognoosiaastate konkreetse sisendnäitaja suurst samaaegselt.

Suurim mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele on analüüsitud sisendnäitajatest piima hinnal. 5% suurune piimahinna muutus toob endaga kaasa 22,49% suuruse ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse muutuse. 10% suurune piimahinna muutus omab 45,05% suurst mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. 5% suurune loomakasvatuskulude muutus põhjustab 10,27% suuruse muutuse ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuses ning 10% suurune loomakasvatuskulude muutus 20,58% muutuse ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuses.

Põllumajandustoetuste kogusumma 5% suurune muutus omab umbes 3,4% suurst mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele ning 10% suurune muutus 6,7% suurst mõju omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Kokkuvõtvalt võib põllumajandustoetuste kohta öelda seda, et kuigi nende muutusel ei ole sensitiivsusanalüüsi põhjal väga suurt mõju ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele, siis nad on väga olulise tähtsusega põllumajandusvaldkonna jätkusuutlikkuse kohapealt. Kui ettevõtte ei saaks üldse põllumajandusvaldkonna jaoks põllumajandustoetuseid, siis see tegevusvaldkond oleks eeldatavasti mittejätkusuutlik ega suudaks luua täiendavat väärtust.

Väikseima mõjuga ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele on liiva hinna ning elektri- ja soojaenergia hinna muutus. 5% suurune liivahinna muutus tähendab ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtuse 2,43% suurst muutust ning kaks korda suurem muutus ehk 10% suurune muutus liiva hinnas on 4,86% suuruse mõjuga ettevõtte omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele. Elektri- ja soojaenergia hinna 5% suurune muutus on 1,54% suuruse mõjuga Kohala SF OÜ omakapitali turuväärtuse

nüüdisväärtusele ning 10% suurune muutus 3,08% suuruse mõjuga firma omakapitali turuväärtuse nüüdisväärtusele.

Käesoleva magistritöö edasiarendamise võimaluseks oleks leida empiirilise uuringu käigus hinnatud ettevõtte väärtus ka varade ning väärtuskordajate põhistel meetoditel. Seejärel oleks võimalik võrrelda erinevate ettevõtte väärtuse hindamise meetodite puhul saadud tulemusi. Selleks, et saadud tulemusi kontrollida ning võrrelda, võiks hinnata võrdluseks ka näiteks mõnda teist analoogset põllumajandusettevõtet nende samade kolme ettevõtte väärtuse hindamise meetodiga.

Saadud tulemuste usaldusväärsuse kontrollimiseks võiks samasid ettevõtteid samade meetodite alusel hinnata ka mõni põllumajandusettevõtte väärtuse hindamise ekspert. Siis saaks võrrelda ka erinevate ettevõtte väärtuse hindajate hinnangute tulemusi ning nende erinevusi. Kindlasti oleks sellisest uuringust kasu selgitamiseks välja, et millise meetodi järgi oleks soovitatav hinnata põllumajandusettevõtet.

KASUTATUD ALLIKAD

1. **2012. aastal kasvas majandus 3,2%.** [<http://www.stat.ee/65307>]. 12.03.2013.
2. **Bragg, S.M.** Uus finantsjuhtimise käsiraamat. Tartu: Fontese Kirjastus, 2005, 341 lk.
3. **Cloete, C.E., Joubert, J.C.N.** Agrekon: Agricultural Economics Research, Policy and Practice in Southern Africa. 2001, 31 pp.
4. **Current euribor rates.** [<http://www.euribor-rates.eu/current-euribor-rates.asp>]. 14.03.2013.
5. **Damodaran, A.** Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition. Stern School of Business: March 2013, 114 pp.
6. **Damodaran, A.** Relative valuation. [<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/multiples.pdf>]. 12.03.2013.
7. **Damodaran, A.** The Data Page. [people.stern.nyu.edu/adamodar/]. (03.04.2013).
8. **Damodaran, A.** Ups and Downs: Valuing Cyclical and Commodity Companies. New York, 2009, 40. [<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/commodity.pdf>]. 12.03.2013.
9. **Valuation: Part 1 Discounted Cash Flow Valuation.** [<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/packet1apg2.pdf>]. 14.04.2013.
10. **Dellinger, R.** Business Valuation for the Practitioner: Identifying the Common Areas of Manipulation by the Valuator. [<http://www.floridabar.org/DIVCOM/JN/JNJournal01.nsf/SMTGT/Business%20Valuation%20for%20the%20Practitioner%3A%20Identifying%20the%20Com>]

mon%20Areas%20of%20Manipulation%20by%20the%20Valuator].

14.03.2013.

11. **ECB staff macroeconomic projections for the euro area.** European Central Bank, 5 pp. [<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201303en.pdf>]. 13.03.2013.
12. **Eesti majandus püsib euroala võrdluses tugev.** Eesti Pank. [<http://www.eestipank.ee/press/eesti-majandus-pusib-euroala-vordluses-tugev-12122012>]. 13.03.2013.
13. **Eesti piimanduse strateegia 2012-2020.** Põllumajandusministeerium, 2012, 37 lk. [http://www.agri.ee/public/juurkataloog/ARENDUSTEGEVUS/strateegia_Eesti_piimandus_2012_2020.pdf]. 26.12.2012.
14. **Eestis toodeti piima 93,7% ulatuses kvoodist.** [http://www.pria.ee/et/uudised/PRIAUudised/eestis_toodeti_piima_937_ulatuses_kvoodist.html]. 26.12.2012.
15. **Ettevõtte väärtus ja selle hindamine.** NetEkspert. [<http://www.netekspert.com/ne/vaartus.aspx>]. 12.03.2013.
16. **Ettevõtte väärtuse ja selle hindamine.** BusinessPlanning. [<http://www.businessplanning.ee/index.php?id=90>]. 12.03.2013.
17. **European Economic Forecast Winter 2013.** European Commission. [http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee1_en.pdf]. 13.03.2013.
18. **Fernandez, P. Aguirreamalloa, J., Corres, L.** Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey with 6,014 Answers. Barcelona, 2011, 21 pp. [<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0920-e.pdf>]. 14.03.2013.
19. **Finantsanalüüs hoiab laeva kursil.** [<http://www.raamatupidaja.ee/167921art>]. 19.03.2013.
20. **German Government Bunds.** [<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>]. 19.03.2013.
21. **Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D.** Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies 5th Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010, 837 pp.

22. **Ibbotson 2012 Valuation Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI) 1926-2011.** Morningstar Inc, 2012, pp. 216.
23. **Investeerimisõpik.** LHV finantsportaal.
[<http://lhv.delfi.ee/academy/investmentguide/352?locale=et>]. 11.03.2013.
24. **Jacobs, M.T., Shivdasani, A.** Do You Know Your Cost of Capital?.
[<http://hbr.org/2012/07/do-you-know-your-cost-of-capital/ar/1>]. 14.03.2013.
25. **Kantšukov, M.** Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel. TÜ ettevõtetmajanduse instituut, 2010, 148 lk.
(magistritöö)
26. **Kay, R.D., Edwards, W.M., Duffy, P.A.** Farm Management. New York: McGraw-Hill, 2012, pp. 466.
27. **Laan, T.** Minister rõõmustab, põllumehed on rahul.
[<http://www.maaleht.ee/news/maamajandus/maamajandusuudised/minister-roomustab-pollumehed-on-rahul.d?id=65653050>]. 13.03.2013.
28. **Listra, E.** Väärtusprobleem majanduses. [<https://www.seb.ee/cgi-bin/unet3.sh/un3min.r?sesskey=&lang=EST&act=ARTIKKEL&frnam=INV&id=49>]. 12.03.2013.
29. **Massey, M.** Is a Business Valuation Really Necessary?.
[http://www.mossadams.com/mossadams/media/Documents/Publications/MA%20Now/MANow_FPA_May2012.pdf]. 18.03.2013.
30. **Mauboussin, M.J., Rappaport, A.** Valuation Matters.
[<http://hbr.org/2002/03/valuation-matters/ar/1>]. 15.03.2013.
31. **Milk quota.** [<http://www.reformthecap.eu/issues/policy-instruments/milk-quota>]. 26.12.2012.
32. **Mis on Euroopa Liidu ühine põllumajanduspoliitika?**
[<http://www.agri.ee/32471>]. 26.12.2012.
33. **Paas, K.** Loe, kui palju purgitootja kulud uuel aastal kerkivad.
[<http://majandus.delfi.ee/news/uudised/loe-kui-palju-purgitoidutootja-kulud-uuel-aastal-kerkivad.d?id=65429832>]. 25.12.2012.
34. **Prag P.A.B.** The Appraisal Journal. January 1983.
[<http://ehis.ebscohost.com.ezproxy.utlib.ee/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=7&sid>

=3a3c7172-5cb9-4352-97af-0c016f343bea%40sessionmgr104&hid=15].
14.03.2013.

35. **Pratt, S.P.** Discounts and premiums 2nd Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009, 472 pp. [<http://www.scribd.com/doc/26455960/Business-Valuation-Discounts-and-Premiums>]. 14.03.2013.
36. **Põllumajandusloenduse lõplikud tulemused annavad ülevaate Eesti põllumajandusest.** [<http://www.stat.ee/49283>]. 15.03.2013.
37. **Reimer, A.** Joakim Helenius rajab oma piimatööstuse.
[<http://www.epl.ee/news/majandus/joakim-helenius-rajab-oma-piimatoostuse.d?id=64360593>]. 26.12.2012
38. **Return on Invested Capital (ROIC).** InvestingAnswers.
[<http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/ratio-analysis/return-invested-capital-roic-1188>]. 11.03.2013.
39. **Raamatupidamise seadus.** Vastu võetud Riigikogus 20. novembril 2002. a. – Riigi Teataja I osa, 2002, nr. 102, art. 600.
40. **Rahandusministeeriumi 2012. a suvine majandusproгноos.**
Rahandusministeerium. Tallinn, 2012, 59 lk.
41. **Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 2. novembri 2005. a kohtuotsus OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu.** [<https://www.riigiteataja.ee/akt/957747>].
18.03.2013.
42. **Rooma leping ja ühise põllumajanduspoliitika alused.**
[http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/policies/agriculture/article_7208_et.htm]. 26.12.2012.
43. **Trigon Agri viis lõpule tehingu Väätsa Agro ostmiseks.**
[<http://majandus.delfi.ee/news/uudised/trigon-agri-viis-lopule-tehingu-vaatsa-agro-ostmiseks.d?id=64216625>]. 15.03.2013.
44. **Valuation Formulas: Book Value & Liquidation Value.**
[http://www.canadaone.com/tools/buy_a_biz/section2e.html]. 12.03.2013.
45. **Vertical Analysis of Financial Statements.**
[http://www.readyratios.com/reference/analysis/vertical_analysis_of_financial_statements.html]. 19.03.2013.
46. **Welch, I.** A First Course in Corporate Finance. 2006, 744 pp.

47. **Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat I ja II osa.** Tallinn: Äripäeva Kirjastus.
48. **Ühinemised ja omandamised.** Toimetaja K. Kontor. Tallinn: Trükikoda Greif, 2007, 264 lk.
49. **Ühinemised ja omandamised.** Toimetaja M.E. Tirkkonen. Tallinn: Trükikoda Greif, 2011, 336 lk.

LISAD

Lisa 1. Lühendite loetelu

AFP (*Association for Financial Professionals*) – Finantsprofessionaalide Assotsiatsioon Ameerika Ühendriikides

CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) – finantsvarade hindamise mudel, mille arvutamise valem on ära toodud valemis 1.14

EBIT (*earnings before interest and taxes*) – ettevõtte kasum enne intresse ja makse

EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – ettevõtte kasum enne intresse, makse ja amortisatsiooni

ECB (*European Central Bank*) – Euroopa Keskpank

Eesti piimanduse strateegia 2012-2020 – selle strateegia eesmärk on Eesti piimatootmise ja -töötlemise mahu suurendamine ja jätkusuutlikkuse tagamine aastaks 2020

EL – Euroopa Liit

EURIBOR – Euroopa Keskpanga rahaturu instrument, mida kasutatakse baasintressina nii pankadevaheliseks kui ka pankade poolt klientidele laenamiseks.

FCFF (*free cash flow to firm*) – vaba rahavoog ettevõttesse, mis arvutatakse vastavalt valemile number 1.3

FCFE (*free cash flow to equity*) – vaba rahavoog omanikele, mis arvutatakse vastavalt valemile number 1.5

WACC (*weighted average cost of capital*) – kaalutud keskmine kapitali hind arvutatakse vastavalt valemile 1.12

Kvoodiaasta – EL määrab igale EL liikmesriigile kvoodiaastaks täpse kvoodi suuruse, kui palju iga riik võib kvoodiaasta jooksul toorpiima toota. Kvoodiaasta kestab 01. aprillist kuni järgmise aasta 31. märtsini.

MAK 2007-2013 – Maaelu Arengukava aastateks 2007-2013

MAK 2014-2020 – Maaelu Arengukava aastateks 2014 – 2020

Nullkupongmääraga võlakiri – nullkupongmääraga võlakirjad ostetakse nimiväärtusest madalama hinnaga (ehk diskontoga). Aegumistähtajal tagastatakse investorile nimiväärtus. Investori tootluseks jääb ostu-ja lunastamishinna vahe (Investeerimisõpik).

Piimakvoot – Igale EL-i liikmesriigile on kehtestatud rahvuslik piimakvoot, mida jagatakse oma farmerite vahel.

P/E (*price to earnings*) – ettevõtte aktsia hinna ja kasumi suhet iseloomustav suhtarv

PRIA – Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet

ROIC (*return on invested capital*) – tootlus investeeritud kapitalilt, mille arvutamise valem on ära toodud valemis 1.2

SKP – sisemajanduse koguprodukt. Sisemajanduse koguprodukti moodustab ainult mingi riigi või piirkonna territooriumil mingi ajaühiku jooksul toodetud lõpptoodete ja -teenuste väärtuste (lisaväärtuse) summa.

ÜPP – Ühine Põllumajanduspoliitika koosneb eeskirjadest ja mehhanismidest, millega reguleeritakse EL-s põllumajandustoodete tootmist, müüki ja töötlemist.

ÜPT – ühtne pindalatoetus, mis on üks põhilisi EL poolt EL põllumajandustootjatele makstavaid põllumajandustoetusi ning selle suurus arvutatakse hektari põhiselt

Lisa 2. Fernandez *et al.* (2011) tururiskipreemiate uuringu tulemused

	Average	Median	St. Dev.	Q1	Q3	P10%	P90%	Max.	Min.	Number of answers
United States	5.5	5.0	1.7	4.5	6.0	4.0	7.0	15.0	1.5	1,503
Spain	5.9	5.5	1.6	5.0	6.0	4.5	8.0	15.0	1.5	930
United Kingdom	5.3	5.0	2.2	4.0	6.0	4.0	7.2	22.0	1.5	112
Italy	5.5	5.0	1.4	4.8	6.1	4.0	7.2	10.0	2.0	76
Germany	5.4	5.0	1.4	4.5	6.1	4.0	7.2	12.4	3.0	71
Mexico	7.3	6.4	2.7	5.9	9.1	5.0	10.2	16.0	1.4	56
Netherlands	5.5	5.0	1.9	4.4	6.2	3.9	7.2	12.5	2.5	48
France	6.0	6.0	1.5	5.0	7.0	4.8	7.2	11.4	2.0	45
Switzerland	5.7	5.5	1.3	5.0	6.8	4.0	7.2	9.6	3.8	44
Australia	5.8	5.2	1.9	5.0	6.0	4.0	7.1	14.0	3.0	40
Colombia	7.5	7.0	4.3	5.5	8.0	2.0	14.6	20.5	2.0	38
Sweden	5.9	5.5	1.4	5.0	7.2	4.8	7.2	10.6	3.9	38
Russia	7.5	6.5	3.7	5.5	8.0	5.0	11.0	25.0	1.3	37
Canada	5.9	5.0	2.1	5.0	6.0	4.0	8.0	14.5	3.5	36
Brazil	7.7	7.0	4.6	5.3	8.0	4.3	10.5	30.0	1.5	35
Greece	7.4	7.2	2.7	5.0	8.3	5.0	11.7	15.0	3.0	34
South Africa	6.3	6.0	1.5	5.8	6.5	5.0	7.0	11.8	4.5	34
Argentina	9.9	9.0	3.4	8.0	11.0	7.2	14.6	20.0	5.0	33
Portugal	6.5	6.1	1.7	5.0	7.2	5.0	7.2	14.0	4.5	33
Austria	6.0	5.7	1.8	5.0	7.2	4.6	7.2	14.3	3.5	32
Belgium	6.1	6.1	1.0	5.0	7.2	5.0	7.2	8.0	5.0	31
Chile	5.7	5.3	2.1	5.0	6.0	5.0	6.5	15.0	1.3	31
China	9.4	7.8	5.1	6.5	10.7	6.0	14.5	30.0	4.0	31
Norway	5.5	5.0	1.6	4.5	6.0	4.0	7.0	11.7	3.5	30
India	8.5	7.8	2.8	6.8	9.3	6.0	13.1	16.0	5.0	28
Poland	6.2	6.0	1.1	5.2	7.5	4.9	7.5	8.0	4.5	28
Turkey	8.1	8.2	3.0	5.5	10.0	5.0	11.2	15.0	2.5	25
Luxembourg	6.1	6.1	1.3	5.0	7.2	4.5	7.2	8.7	4.5	21
Czech Republic	6.1	6.0	0.9	5.5	6.5	5.0	7.3	8.0	5.0	19
Peru	7.8	7.5	2.8	6.8	7.7	5.4	10.0	15.0	3.5	19
Finland	5.4	4.7	2.0	4.5	5.0	4.5	7.4	12.0	3.5	18
Israel	5.6	5.0	1.7	4.5	6.0	4.3	7.4	10.0	3.0	17
New Zealand	6.0	6.0	1.0	5.0	6.8	5.0	7.2	7.5	5.0	17
Taiwan	8.9	8.0	3.8	6.0	10.0	6.0	13.4	20.0	5.8	17
Indonesia	7.3	7.5	2.3	5.8	7.5	5.0	10.8	12.0	4.5	14
Japan	5.0	3.5	3.7	3.5	5.0	3.2	7.1	16.7	2.0	14
Korea (South)	6.4	6.5	2.5	6.5	7.0	2.6	8.8	11.1	2.0	13
Denmark	5.4	4.5	3.3	4.4	4.5	3.1	9.3	14.0	2.0	12
Egypt	7.6	7.0	2.3	7.0	7.6	6.6	10.4	13.0	3.5	12
Ireland	6.0	5.1	2.2	5.0	5.8	5.0	7.8	12.3	5.0	12
Singapore	5.7	5.0	1.5	5.0	5.8	5.0	7.3	9.6	4.5	11
Hong Kong	6.4	5.0	2.6	5.0	6.0	5.0	10.4	11.9	5.0	9
Hungary	8.0	8.0	2.4	6.0	8.0	6.0	9.2	13.8	6.0	9
Malaysia	4.5	3.5	2.2	3.5	6.0	3.1	6.8	8.8	1.5	9
Thailand	7.9	6.5	2.8	6.5	7.5	6.5	10.2	15.1	6.5	9
Saudi Arabia	6.3	6.0	0.4	6.0	6.8	6.0	6.8	7.0	6.0	8
Nigeria	6.9	6.0	1.6	6.0	7.1	6.0	8.9	10.0	6.0	7
Pakistan	6.3	7.5	2.3	6.3	7.5	3.6	7.5	7.5	1.5	7
Iran	22.9	19.5	17.8	12.0	24.0	8.5	40.8	56.5	7.0	6
Kazakhstan	7.5	7.5	0.1	7.5	7.5	7.5	7.6	7.6	7.5	6
Kenya	6.2	5.0	2.9	5.0	5.0	5.0	8.5	12.0	5.0	6
Kuwait	6.6	6.5								

Lisa 3. Eesti keskmine toorpiima kokkuostuhind 2008. a jaanuar-2012. a detsember

Kuu	Toorpiima keskmine kokkuostuhind (€/t)	Kuu	Toorpiima keskmine kokkuostuhind (€/t)
jaan.08	332,7	veebr.11	313,2
veebr.08	334,6	märts.11	324,0
märts.08	334,1	apr.11	329,5
apr.08	312,0	mai.11	329,1
mai.08	292,4	juuni.11	326,9
juuni.08	291,2	juuli.11	325,8
juuli.08	281,3	aug.11	324,9
aug.08	280,3	sept.11	324,6
sept.08	284,3	okt.11	320,4
okt.08	278,1	nov.11	320,4
nov.08	275,3	dets.11	320,0
dets.08	264,0	jaan.12	327,3
jaan.09	242,2	veebr.12	328,9
veebr.09	230,0	märts.12	327,1
märts.09	210,7	apr.12	313,3
apr.09	201,0	mai.12	296,4
mai.09	197,4	juuni.12	285,2
juuni.09	194,0	juuli.12	273,3
juuli.09	190,6	aug.12	273,7
aug.09	194,0	sept.12	277,7
sept.09	197,0	okt.12	285,4
okt.09	208,0	nov.12	299,9
nov.09	226,8	dets.12	317,1
dets.09	235,3		
jaan.10	251,4		
veebr.10	258,9		
märts.10	255,8		
apr.10	260,0		
mai.10	267,2		
juuni.10	275,2		
juuli.10	274,0		
aug.10	276,0		
sept.10	294,9		
okt.10	298,9		
nov.10	300,0		
dets.10	307,6		
jaan.11	312,6		

Lisa 4. 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ bilansside vertikaalanalüüsi tulemused

	Osatähtsus bilansimahust kokku				
	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA					
Raha (vajalik rahavaru)	0,03%	0,28%	0,10%	0,11%	0,03%
Raha (üleliigne rahavaru)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nõuded ja ettemaksed	3,37%	1,68%	0,93%	2,39%	0,67%
Varud	10,09%	11,99%	11,75%	11,54%	7,55%
Bioloogilised varad	0,10%	0,03%	0,06%	0,05%	0,14%
Käibevara kokku	13,59%	13,98%	12,84%	14,09%	8,40%
Finantsinvesteeringud	0,18%	0,18%	0,17%	0,18%	0,17%
Materiaalne põhivara (jääkväärtuses)	64,48%	69,59%	68,59%	67,41%	73,08%
Akumuleeritud kulum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Biloogilised varad	21,74%	16,25%	18,40%	18,32%	18,36%
Põhivara kokku	86,41%	86,02%	87,16%	85,91%	91,60%
Aktiva kokku	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASSIVA					
Lühiajaline etteplaneerimata laen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Lühiajalised laenukohustused	5,02%	6,26%	7,29%	7,66%	8,05%
Võlad ja ettemaksed	8,41%	8,75%	9,77%	7,12%	9,64%
Lühiajalised kohustused kokku	13,43%	15,02%	17,06%	14,78%	17,69%
Pikaajalised laenukohustused	35,72%	38,91%	37,44%	38,41%	33,73%
Sihtfinantseerimine	0,43%	0,31%	0,20%	0,10%	0,00%
Kohustused kokku	49,58%	54,24%	54,71%	53,30%	51,42%
Osakapital nimiväärtuses	2,35%	2,29%	2,22%	2,26%	2,15%
Ülekurss	1,06%	1,03%	1,00%	1,02%	0,97%
Kohustuslik reservkapital	0,23%	0,23%	0,22%	0,23%	0,21%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	43,88%	45,58%	40,99%	42,60%	41,10%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	2,90%	3,37%	0,86%	0,59%	4,14%
Omakapital kokku	50,42%	45,76%	45,29%	46,70%	48,58%
Passiva kokku	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

	Muutus			
	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
AKTIVA				
Raha (vajalik rahavaru)	0,25%	-0,18%	0,02%	-0,08%
Raha (üleliigne rahavaru)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nõuded ja ettemaksed	-1,69%	-0,75%	1,46%	-1,72%
Varud	1,90%	-0,24%	-0,21%	-3,99%
Bioloogilised varad	-0,07%	0,03%	-0,01%	0,09%
Käibevara kokku	0,39%	-1,15%	1,26%	-5,70%
Finantsinvesteeringud	0,00%	-0,01%	0,00%	-0,01%
Materiaalne põhivara (jääkväärtuses)	5,11%	-1,00%	-1,18%	5,67%
Akumuleeritud kulum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Biloolgilised varad	-5,49%	2,15%	-0,08%	0,03%
Põhivara kokku	-0,39%	1,15%	-1,26%	5,70%
Aktiva kokku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PASSIVA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Lühiajaline etteplaneerimata laen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Lühiajalised laenukohustused	1,24%	1,03%	0,37%	0,39%
Võlad ja ettemaksed	0,35%	1,01%	-2,65%	2,52%
Lühiajalised kohustused kokku	1,59%	2,04%	-2,27%	2,91%
Pikaajalised laenukohustused	3,19%	-1,47%	0,97%	-4,68%
Sihtfinantseerimine	-0,12%	-0,11%	-0,10%	-0,10%
Kohustused kokku	4,66%	0,46%	-1,41%	-1,87%
Osakapital nimiväärtuses	-0,06%	-0,07%	0,04%	-0,11%
Ülekurss	-0,03%	-0,03%	0,02%	-0,05%
Kohustuslik reservkapital	-0,01%	-0,01%	0,00%	-0,01%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1,70%	-4,59%	1,61%	-1,50%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	0,47%	-2,51%	-0,27%	3,55%
Omakapital kokku	-4,66%	-0,46%	1,41%	1,87%
Passiva kokku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Lisa 5. 2008.-2012. majandusaastate Kohala SF OÜ kasumiaruannete vertikaalanalüüsi tulemused

	Osatähtsus kasumiaruandest kokku				
	2008	2009	2010	2011	2012
Müügitulu	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Muud äritulud	17,54%	12,01%	14,25%	18,49%	9,71%
Müüdud toodangu kulu muud kulud	15,08%	7,04%	8,65%	16,06%	23,83%
Tööjõukulud	20,27%	20,69%	18,16%	18,09%	15,16%
Amortisatsioonikulu	17,69%	22,61%	21,72%	18,01%	14,22%
Loomakasvatuskulud	36,37%	51,81%	40,22%	43,09%	33,38%
Kütuse ja elektrikulu	8,82%	7,73%	9,29%	10,12%	8,41%
Üldhalduskulud	2,86%	5,39%	7,85%	2,73%	2,23%
Muud ärikulud	0,00%	0,00%	0,00%	3,46%	0,24%
Ärikasum (-kahjum)	16,44%	-3,26%	8,37%	6,93%	12,25%
Finantstulud ja -kulud	7,40%	8,02%	5,66%	5,42%	3,64%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	9,04%	-11,28%	2,71%	1,51%	8,60%
Tulumaks	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	9,04%	-11,28%	2,71%	1,51%	8,60%

	Muutus			
	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
Müügitulu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Muud äritulud	-5,53%	2,24%	4,24%	-8,77%
Müüdud toodangu kulu muud kulud	-8,04%	1,61%	7,42%	7,76%
Tööjõukulud	0,42%	-2,53%	-0,07%	-2,92%
Amortisatsioonikulu	4,91%	-0,88%	-3,72%	-3,79%
Loomakasvatuskulud	15,43%	-11,58%	2,87%	-9,72%
Kütuse ja elektrikulu	-1,09%	1,55%	0,84%	-1,71%
Üldhalduskulud	2,53%	2,46%	-5,12%	-0,50%
Muud ärikulud	0,00%	0,00%	3,46%	-3,22%
Ärikasum (-kahjum)	-19,70%	11,63%	-1,43%	5,31%
Finantstulud ja -kulud	0,62%	-2,36%	-0,24%	-1,78%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	-20,32%	13,98%	-1,19%	7,09%
Tulumaks	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	-20,32%	13,98%	-1,19%	7,09%

Lisa 6. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ *pro forma* bilanss (eurodes)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA								
Raha (vajalik rahavaru)	3000	4000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
Raha (üleliigne rahavaru)	75639	42934	0	0	60272	108162	325748	468837
Nõuded ja ettemaksed	91000	99333	108000	117000	126333	130933	135613	140373
Varud	300000	309000	318270	327818	337653	347782	358216	368962
Bioloogilised varad	3000	3150	3308	3473	3647	3829	4020	4221
Käibevara kokku	472639	458417	434578	453291	532905	595706	828597	987394
Finantsinvesteeringud	5113	5113	5113	5113	5113	5113	5113	5113
Materiaalne põhivara (jääkväärtuses)	2020934	1941247	1988448	2695947	2616742	2606537	2354332	2359165
Biloogilised varad	589442	618914	649859	682352	716470	752294	789908	829404
Põhivara kokku	2615489	2565274	2643420	3383413	3338325	3363944	3149353	3193682
Aktiva kokku	3088127	3023691	3077998	3836704	3871230	3959650	3977951	4181076
PASSIVA								
Lühiajaline etteplaneerimata laen	0	0	37791	46423	0	0	0	0
Lühiajalised laenukohustused	250000	270000	290000	310000	315000	315000	350000	350000
Võlad ja ettemaksed	290000	287000	297000	370000	370000	360000	330000	350000
Lühiajalised kohustused kokku	540000	557000	624791	726423	685000	675000	680000	700000
Pikaajalised laenukohustused	822338	687186	558134	752726	658868	608306	505336	589466
Sihtfinantseerimine	0	0	0	0	0	0	0	0
Kohustused kokku	1362338	1244186	1182926	1479149	1343868	1283306	1185336	1289466
Osakapital nimiväärtuses	65733	65733	65733	65733	65733	65733	65733	65733
Ülekurs	29700	29700	29700	29700	29700	29700	29700	29700
Kohustuslik reservkapital	6573	6573	6573	6573	6573	6573	6573	6573
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1383675	1623784	1677498	1793066	2255548	2425356	2574338	2690609
Aruandeaasta kasum (kahjum)	240109	53715	115568	462482	169807	148982	116271	98995
Omakapital kokku	1725790	1779504	1895072	2357554	2527362	2676344	2792615	2891610
Passiva kokku	3088127	3023691	3077998	3836704	3871230	3959650	3977951	4181076

Lisa 7. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ *pro forma* kasumiaruanded erinevate tegevusvaldkondade kohta (eurodes)

Põllumajanduslik tootmine	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Müügitulu	1133851	1257636	1374909	1487509	1609968	1672863	1737269	1799726
Muud äritulud	355960	104760	178410	556752	225094	236436	207278	190120
Müüdud toodangu kulu muud kulud	226770	251527	274982	297502	321994	334573	347454	359945
Tööjõukulud	234441	246163	258471	271395	284964	299213	314173	329882
Amortisatsioonikulu	205900	188393	239505	284207	286911	327911	344911	282873
Loomakasvatuskulud	504000	543840	585617	629411	675305	695564	716431	737924
Kütuse ja elektrikulu	130088	136592	143422	150593	158122	166028	174330	183046
Üldhalduskulud	35000	36500	38000	39500	41000	42500	44000	45500
Muud ärikulud	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000
Ärikasum (-kahjum)	149612	-44619	9322	367654	62765	39510	-752	46676
Finantstulud ja -kulud	45819	40706	35759	50061	45379	44288	38173	34740
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	103793	-85325	-26436	317593	17387	-4777	-38925	11935
Tulumaks	0	0	0	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	103793	-85325	-26436	317593	17387	-4777	-38925	11935

Liiva kaevandamine ning müük	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Müügitulu	80000	84000	88200	92610	97241	102103	107208	112568
Muud äritulud								
Müüdud toodangu kulu muud kulud	22000	24200	26620	29282	32210	35431	38974	42872
Tööjõukulud								
Amortisatsioonikulu								
Kütuse ja elektrikulu								
Üldhalduskulud								
Muud ärikulud								
Ärikasum (-kahjum)	58000	59800	61580	63328	65030	66671	68233	69696
Finantstulud ja -kulud	0	0	0	0	0	0	0	0
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	58000	59800	61580	63328	65030	66671	68233	69696
Tulumaks	0	0	0	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	58000	59800	61580	63328	65030	66671	68233	69696

Elektri- ja soojaenergia tootmine ning müük	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Müügitulu	73680	75216	76813	78475	80203	81999	83868	85812
Muud äritulud	51542	48965	46517	44191	41982	39883	37888	35994
Müüdnud toodangu kulu muud kulud	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
Tööjõukulud								
Amortisatsioonikulu	38294	38294	38294	38294	32294	32294	32294	92294
Loomakasvatuskulud								
Kütuse ja elektrikulu								
Üldhalduskulud								
Muud ärikulud								
Ärikasum (-kahjum)	84428	83387	82536	81872	87390	87088	86963	27012
Finantstulud ja -kulud	6113	4148	2112	311	0	0	0	9648
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	78315	79240	80424	81561	87390	87088	86963	17364
Tulumaks	0	0	0	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	78315	79240	80424	81561	87390	87088	86963	17364

Lisa 8. 2013.-2020. aastate Kohala SF OÜ *pro forma* koondkasumiaruanne (eurodes)

Koondkasumiaruanne	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Müügitulu	1287531	1416852	1539922	1658593	1787411	1856965	1928345	1998106
Muud äritulud	407502	153725	224927	600943	267076	276319	245166	226114
Müüdud toodangu kulu muud kulud	251270	278227	304102	329284	356704	372504	388928	405317
Tööjõukulud	234441	246163	258471	271395	284964	299213	314173	329882
Amortisatsioonikulu	244194	226687	277799	322501	319205	360205	377205	375167
Loomakasvatuskulud	504000	543840	585617	629411	675305	695564	716431	737924
Kütuse ja elektrikulu	130088	136592	143422	150593	158122	166028	174330	183046
Üldhalduskulud	35000	36500	38000	39500	41000	42500	44000	45500
Muud ärikulud	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000
Ärikasum (-kahjum)	292041	98568	153439	512854	215186	193270	154444	143384
Finantstulud ja -kulud	51932	44854	37871	50372	45379	44288	38173	44388
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	240109	53715	115568	462482	169807	148982	116271	98995
Tulumaks	0	0	0	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	240109	53715	115568	462482	169807	148982	116271	98995

Lisa 9. 6 kuu Euribori intressimäära prognoos 2013.-2020. aastate kohta iga aasta 31.12 kuupäeva seisuga

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
6 kuu Euribori intressimäära prognoos	0,38%	0,40%	0,42%	0,63%	0,88%	1,13%	1,38%	1,63%

Lisa 10. Kohala SF OÜ laenukohustuste intressimäärad 2012.-2020. aastatel iga aasta 31.12 kuupäeva seisuga tegevusalade kaupa

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Põllumajandusliku tegevuse tegevusala									
Baasintress	4,00%								
Intress kokku	4,32%								
Niiduki komplekt									
Baasintress	4,00%	4,00%							
Intress kokku	4,32%	4,38%							
Honda CR-V									
Baasintress	12,00%								
Intress kokku	12,00%								
Dell Vostro 3500									
Baasintress	3,50%								
Intress kokku	3,82%								
Haagis-kogur									
Baasintress	3,50%								
Intress kokku	3,82%								
Vaalutaja Lely Hibiscus855									
Baasintress	20,00%								
Intress kokku	20,00%								
DELL Latitude									
Baasintress	20,00%								
Intress kokku	20,00%								
SülearvutiHP6540B									
Baasintress	2,50%	2,50%	2,50%						
Intress kokku	2,82%	2,88%	2,90%	0,42%					
JCB 541-70 Agri -Super									
Baasintress	2,50%								
Intress kokku	2,82%	0,38%	0,40%						
Traktor Massey Fergusson7497									
Baasintress	2,50%	2,50%	2,50%						
Intress kokku	2,82%	2,88%	2,90%						
Traktor Massey Fergusson7499									
Baasintress	2,30%								
Intress kokku	2,62%								
Söödajaotur Triolliet									
Baasintress	5,00%								

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Intruss kokku	5,00%								
Jõusöödapunkrid									
Baasintress	4,50%	4,50%							
Intruss kokku	4,50%	4,50%							
Swedbanki laen									
Baasintress	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%				
Intruss kokku	3,82%	3,88%	3,90%	3,92%	4,13%				
Nordea Pank I laen									
Baasintress	3,50%	3,50%	3,50%						
Intruss kokku	3,82%	3,88%	3,90%						
Nordea Pank II laen									
Teleskooplaadur									
Baasintress			3,50%	3,50%	3,50%	4,00%	4,00%		
Intruss kokku			3,90%	3,92%	4,13%	4,88%	5,13%		
Väikelaadur									
Baasintress			3,50%	3,50%	3,50%	4,00%	4,00%		
Intruss kokku			3,90%	3,92%	4,13%	4,88%	5,13%		
Traktor1									
Baasintress				3,50%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%	
Intruss kokku				3,92%	4,13%	4,88%	5,13%	5,38%	
Traktor2									
Baasintress				3,50%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%	
Intruss kokku				3,92%	4,13%	4,88%	5,13%	5,38%	
Traktor3									
Baasintress				3,50%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%	
Intruss kokku				3,92%	4,13%	4,88%	5,13%	5,38%	
Hoone robotkarussellüsiplatsile									
Baasintress					4,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Intruss kokku					4,63%	5,38%	5,63%	5,88%	6,13%
Robotkarussellüsiplats									
Baasintress					4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Intruss kokku					4,63%	4,88%	5,13%	5,38%	5,63%
Noorkarjalauda rekonstrueerimine									
Baasintress						4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Intruss kokku						4,88%	5,13%	5,38%	5,63%
Söödamikser									
Baasintress							4,00%	4,00%	4,00%
Intruss kokku							5,13%	5,38%	5,63%
Farmitraktor									
Baasintress								4,00%	4,00%

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Intress kokku								5,38%	5,63%
Lägapumpade uuendused									
Baasintress								4,00%	4,00%
Intress kokku								4,00%	4,00%
Silotehnika uuendamine									
Baasintress							4,00%	4,00%	4,00%
Intress kokku							5,13%	5,38%	5,63%
Skreeperid									
Baasintress								4,00%	4,00%
Intress kokku								4,00%	4,00%
Heinaseemne külvik									
Baasintress									4,00%
Intress kokku									5,63%
Künniader									
Baasintress									4,00%
Intress kokku									5,63%

* Kui baasintressimäär ning intress kokku on erinevad, siis nende laenukohustuste puhul moodustub intress kokku lisaks baasintressile ka 6 kuu Euriborist, mille prognoositavad suurused on ära toodud lisas 9.

	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12	31.12
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Elektri- ja soojaenergia tegevusala									
Baasintress	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%			
Intress kokku	3,82%	3,88%	3,90%	3,92%	4,13%	4,38%			
Nordea Pank III laen									
Baasintress		3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	4,00%			
Intress kokku		3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	4,00%			
Biogaasireaktori segisti									
Baasintress									4,50%
Intress kokku									6,13%
Generaatori uuendamine									

* Kui baasintressimäär ning intress kokku on erinevad, siis nende laenukohustuste puhul moodustub intress kokku lisaks baasintressile ka 6 kuu Euriborist, mille prognoositavad suurused on ära toodud lisas 9.

SUMMARY

AGRICULTURAL BUSINESS VALUATION ON THE EXAMPLE OF KOHALA SF OÜ

Priit Putko

In the Estonian agricultural sphere and specially in the dairy sector, the number of sales and acquisitions of agricultural businesses and shares of them has increased in the preceding years. Mostly the acquisitions are made from the foreign investors, but the interest of an Estonian investors is also growing. The main motive to choose the subject of the present master thesis was an increasing need to find out an appropriate method for valuing agricultural business.

On the leadership of Joakim Helenius, who is the Chairman of the Council of Trigon Dairy Farming, the Trigon Dairy Farming has invested about 20 million Euros in the Middle of Estonia, establishing the biggest dairyfarm in the Europe. That kind of foreign investors investments to an Estonian dairy sector and promotion of this kind of activity, is probalaly bringing more potential investors to an Estonian dairy sector.

The Strategy of Estonian Milk Sector for 2012-2020 has set a goal to increase Estonian total milk production 1/3 for the year of 2020. In the same document, there is statistical data that the number of milk quota owners has decreased in Estonia during 2004-2011 54,6%. It represents the trend that an Estonian milk production is concentrating to the decreasing number of dairy farms.

Estonian Statistical Administration made an Estonian agricultural survey in 2010 and they found out that in Estonia was about 19600 agricultural households in 2010. 5% of these agricultural households are giving about 75% of Estonia's total agricultural production. The biggest 900 agricultural households are owning 55% of rural areas and 83% of animal production.

The owners and board of agricultural businesses are more interested about assigning the enterprise value, because they would need this information making transactions with their businesses. But one of the another main reason is that they just want to know how much their company is worth and what are the key drivers which will create the most value. Potential investors would like to get an opinion about the business value and based on that they would like to assess the return of their potential investment. Usually the investors have different investment opportunities and they need to find out the returns of them all to make decisions what kind of investments to make.

Author of this masters thesis is trying to find out the most suitable method for valuing agricultural business from the main business valuation methods. The main business valuation methods could be divided into three groups:

- discounted cash flow methods,
- multiples methods and
- asset based methods.

There is lack of professional literature and researches about agricultural business valuation methods, which is making the valuation of agricultural business more complicated.

There is should take into consideration that every kind of valuation represents just an opinion, what represents the value of evaluable in the one specific moment. Massey (2012:3) says about the business valuation that it is half an art and half science. The opinions are often imprecise, there could be valuation errors and the events, what we cannot control, will add more uncertainty to the valuation process. Coming from the specific of agricultural companies for example these unpredictable events could be the size of agricultural support given by European Union or the volatility of inputs and outputs in

the agricultural sector. That kind of specific factors could have an enormous impact to the agricultural business value.

The master thesis was compiled using different Estonian and English sources, which consisted from different books, articles and scientific researches. From the literature in English the main source was the Tim Koller *et al.* book „Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies“ and from the literature in Estonian book „Mergers and Acquisitions“ two Editions published in 2007 and 2011.

The purpose of this master thesis to adapt traditional business valuation method with agricultural business uniquenesses.

To achieve this purpose, the author of this master thesis established following tasks:

- find out why and on what purposes the business valuation is used;
- acquaint different most widely used business valuation methods;
- give an overview about agricultural sector and agricultural businesses uniquenesses;
- describe the process of business valuation and bring out the steps the business valuation consists of;
- create the methodical framework to carry through business valuation on the example of Kohala SF OÜ;
- implement the business valuation on the example of Kohala SF OÜ,
- compose the sensitivity analysis about the results of business valuation.

This master thesis consists of two chapters, which are divided into different subsections. The first chapter is the theory chapter, where are brought out the relevance of valuating the businesses, examined different most widely used business valuation methods and opportunities to apply them. At the end of the first chapter, there will be made the comparison of different business valuation methods and will be chosen the method for empirical study. Additionally in this chapter, there is described the agricultural business uniquenesses.

The second chapter is the empirical study chapter, where first is analyzed the environment, where business is operating, changes in Estonian, Latvian and Lithuanian dairy sector and

upcoming trends in Estonian dairy sector in the upcoming years. After that there will be described the activity of Kohala SF OÜ and analyzed the potential problems during the valuing process. As a next step there will be implemented empirical study on the example of Kohala SF OÜ and carried through sensitivity analysis. Also there is compared the business different activities equity's market value present value with the different support's total present value, what company gets from EU and Estonian country.

There are various opportunities to use business valuation. Mainly the business valuation is used on transactions of sales or acquisitions of companies or shares of them. But there will be a need for business valuation also in the merging process or while dividing marriage or inheritance assets.

The most popular business valuation method is discounted cash flow method. This method divides into two main methods and these are: discounted cash flow to firm and discounted cash flow to equity.

The business value is found on discounted cash flow method by finding business detailed period value, continuing value and summing them together. Usually the detailed cash flow forecasts are made for 5-7 years and for this period will be constructed *pro forma* balance sheet and income statement. Cashflows to firm are calculated so that amortization is added to EBIT and then is deducted investment to fixed assets and net working capital. To calculate cashflows to equity there have to be deducted interest and principal payments and added new loans to the result of free cashflow to firm method.

Most frequently the continuing value is found using the perpetuity growth model. This model assumes that business cashflows will grow on the constant rate and the business has reached stable proportion of equity and liabilities at the end of detailed forecast period. The company value is calculated summing the detailed forecast period value and continuing value. To find out the equity value, there should be deducted the liabilities in market value from the business value. To find out the equity's present value, there should be discounted the detailed forecast period value and the continuing value with the weighted average cost of capital.

The business value on multiples method is found out through comparing the company value to the similar company's value. To apply this method, first there should find out appropriate multiples. As a next step there has to be created a peer group. When compiling the peer group it is relevant that the companies would operate in the same sector and the transactions with the companies have been made in the same region and in recent period.

The asset based methods are divided into three groups:

- liquidation value method,
- book value method and
- replacement cost method.

Liquidation value is the result of selling all business assets, paying all debts and costs of liquidation. Replacement cost method means that the value of an asset is the price of it is replacement. Book value method is used so that from total assets are deducted total liabilities and the result is the net value of equity.

Business valuation is a process which consists of different steps and these steps are recommended to follow in the certain order. Here is made a conclusion of the business valuation process on the example of discounted cash flow to firm method, because this method was used to find out Kohala SF OÜ's different activities values:

1. Implement a financial analysis to analyze the business preceding years results using different financial analysis methods (horizontal and vertical analysis and ratio analysis).
2. Compose the revenue forecast for the detailed forecast period.
3. Compose an income statement and it is recommended to use in this stage the results of the revenue forecast and financial analysis.
4. After composing the balance sheet and separating the nonoperating assets, calculate net working capital, because this information is needed in the following stages.
5. Calculate the business weighted average cost of capital.
6. Complete the valuation process constructing the free cashflows to firm model.
7. Find out business continuing value.

8. Discount detailed forecast period value and continuing value with weighted average cost of capital.
9. Summarize the detailed period present value and continuing value's present value.
10. To find out the equity's present value, there must be deducted liabilities market value from the business's present value.

The following risks and uniquenesses should be taken into consideration while valuating agricultural business's value:

- productional and technological risk,
- inputs and outputs volatility and market risk,
- finance risk caused by volatility of incomes and ability to serve loans,
- legal and enviromental risk,
- personnel risk,
- size of European Union's support to it's farmers,
- limited natural resources
- development of productional facilities and breeding.

In the current master thesis empirical study there was used from the quantitative methodology case study and the specific case was considered business valuation on the example of Kohala SF OÜ. Additionally was used in the empirical study qualitative methodology and from that methodolody was used unstructured and half structured interview. Unstructured interview was made with Estonian University of Life Sciencies doctorant Aadi Remmik, who has valued Estonian agricultural businesses for several years. Half structured interviews were made with Kohala SF OÜ's member of board Mika Vehmanen and accountant Vilja Kallip.

The business main activity is agricultural production and the side branches are sand career and electricity and heat production. The side businesses are not part of the business's main activity, so the side businesses are valued separately.

The business valuation method used in this empirical study for finding all Kohala SF OÜ activities detailed period values, was discounted cash flow to firm method. Additionally to that method was used liquidation value method from the asset based methods group. The liquidation value method was used to find sand career activity terminal value.

Agricultural production and electricity and heat production activities continuing values were valued on the perpetuity growth model. Kohala SF OÜ's each activity's equity cost was found using CAPM model. The cost of liabilities was found out on the weighted average cost of capital method. The same business each activity's average cost of capital was calculated using weighted average cost of capital method. The author of this master thesis constructed detailed forecasts for the detailed forecast period 2013-2020. The length of detailed forecast period was determined with the year of 2020, because this is the last year of EU's next financial period of 2014-2020.

To find out Kohala SF OÜ total value's present value the present values of these three activities were summed together. The present values of these activities were found by discounting them by suitable weighted average cost of capital. The weighted average cost of capital was different to all of the activities. For the next step there was deducted loans market value from the business total value's present value and the result was the equity's market value present value.

As the final step of the business valuation process there was implemented sensitivity analysis to find out the main factors that have the most impact to the company equity's market value present value.

To find out the agricultural activity continual value there will be assumed that this activities cashflow will increase 3% perpetuity after detailed forecast period. The perpetuity cashflow growth rate was 4% for the electricity and heat production activity. Kohala SF OÜ had the quantity of unmined sand at the end of detailed forecast period 510000 tonnes and this activities continual value was calculated by liquidation value. The cost for enterprise liquidating the sand career is about 50000 € and it includes closure costs of the sand career.

The companies three activities business value present values, loan capital market values and equity's market value present values based on the moment of 31.12.2012 are following:

- agricultural production – business activity present value is 1847224 €, loan capital market value is 981480 and equity's market value present value is 735882 €;

- sand career activity – business activity present value is 1541318 €, loan capital market value is 0 € and equity's market value present value is 1310210 €;
- electricity and heat production – business activity present value is 1228481 €, loan capital market value is 115000 € and equity's market value present value is 946549 €.

There was used 15% discount for the business different activities equity's market value present value. Kohala SF OÜ's total business activity present value on the moment of 31.12.2012 is 4617022 €. That loan capital's market value on the same date is 1096480 € and so the company equity's market value present value is 2992461 €. The Kohala SF OÜ's equity's market value present value is the company's value what is assessed through business valuation process.

Kohala SF OÜ agricultural activity's supports in the 2013-2020 has total present value on the moment of 31.12.2012 is 1420186 € and electricity and heat activity supports total present value at the same moment is 237883 €. The agricultural activity support includes support from the EU. Electricity and heat activity support includes support from Estonian country for producing renewable energy. Agricultural activity's support total present value is 193% from this activity equity's market value present value at the moment of 31.12.2012. Electricity and heat sector support total present value is 25% from this activity equity's market value present value at the moment of 31.12.2012.

If to compare agricultural support total present value of the years 2013-2020 with the agricultural activity equity's market value present value on the moment of 31.12.2012, we can conclude that the value of company's agricultural activity is depending very much on the size of external support. And at the same time this activity is losing some of the value of external support in years.

As the final step of business valuation there was implemented sensitivity analysis. The sensitivity analysis was implemented about the following factors:

- milk price,
- electricity and heat price,
- sand price,
- change in animal's production costs,

- amount of support by the EU for the company.

During sensitivity analysis there was analyzed one factor at a time to find out this factor's influence to the company equity's market value present value. At the same time all of the other data remained unchanged during sensitivity analysis. There was analyzed each factors change from -10% to +10% from the original value. The interval of changes made was 5%.

The results of the sensitivity analysis showed up that the biggest impact to the company equity's market value present value had milk price. 5% change in the milk price causes 22,49% change in the company equity's market value present value. 10% change in milk price leads to 45,05% change in the company equity's market value present value. The second biggest factor what influences most the company equity's market value present value is animal productional costs. 5% change in animal productional costs has 10,27% impact to the company equity's market value present value. The 10% change in the animal productional costs has 20,58% impact to the company equity's market value present value.

If the total amount of agricultural support from the EU changes 5%, it has about 3,4% impact to the company equity's market value present value and if the total sum of the EU support changes 10%, the company equity's market value present value changes about 6,7%. As a conclusion of sensitivity analysis about agricultural support we can claim that even the change in agricultural support has small impact to company equity's market value present value, they still have a very important influence to agricultural activity. If the company would not get any support for agricultural activity, probably then this activity would not be sustainable and could not create additional value for company.

The smallest effect to the company equity's market value present value, from the factors which were analyzed, had sand price and electricity and heat price. The 5% change in the sand price has 2,43% impact to the company equity's market value present value and 10% change in sand price changes the company equity's market value present value 4,86%. Electricity and heat price had the lowest impact to the company equity's market value present value. If the electricity and heat price both changes 5% at a same time, the company equity's market value present value changes 1,54%. Furthermore, if the

electricity and heat price changes 10%, the company equity's market value present value changes 3,08%.

One opportunity to develop this master thesis is to find out Kohala SF OÜ's business value using additionally multiples method and asset based method. After that we could compare the values with each other we got using different business valuation methods. To control the results we got, it would be useful to assess similar agricultural business value on these same business valuation methods.

To control the results of our valuations, some business valuation expert should value these same enterprises with these same business valuation methods. Then we could compare the results of different valuers and differences in the final results. Definitely this study would have a lot of benefits to help finding out that on which business valuation method would be recommended to value agricultural business. That kind of study could show us that how similar or different would be the results of different valuers and business valuation methods.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Priit Putko, sündinud 25.02.1989,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Põllumajandusettevõtte väärtuse hindamine Kohala SF OÜ näitel“, mille juhendaja on dotsent Priit Sander,
 - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **23.05.2015** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 23.05.2013